

国内投資家の観点から見た本年6月の株主総会



大和住銀投信投資顧問

Daiwa SB Investments

投資調査部長 蔵本 祐嗣

kuramoto@daiwasbi.co.jp

本日の発表内容のうち、価値判断・意見に亘る部分に関しては発表者個人の私見であり、必ずしも発表者の属する組織の公式の見解を示すものではありません。

実際の議決権行使にあたっての基本的視点

○投資行動の一環と位置付け～バリューストックとしての投資哲学を反映すべきもの

★投資パフォーマンスの向上が行使にあたっての最も重要な観点→受託者責任

★個別企業ごとに問題の所在(ROE水準・推移、支配株主の有無)を認識し、実態的に判断

－例えば独立役員に求める独立性の水準も、対象企業の状況に基づき設定

－剰余金処分議案に関しても一律の配当性向を設定しているわけではない

★株価ディスカウント要因となっている問題の解消を求める(低ROE、過剰なキャッシュ....)

★「企業の効率化→市場の活性化→日本経済の活性化」が最終的なゴール

○プリンシプル・ベース・アプローチ～実態重視+改善志向

★あくまで個別企業ごとに、その企業の株主価値(≒株主共同の利益)向上に資するものかという大原則に照らし判断する

○Comply or Explain～企業と投資家の対話促進を意識

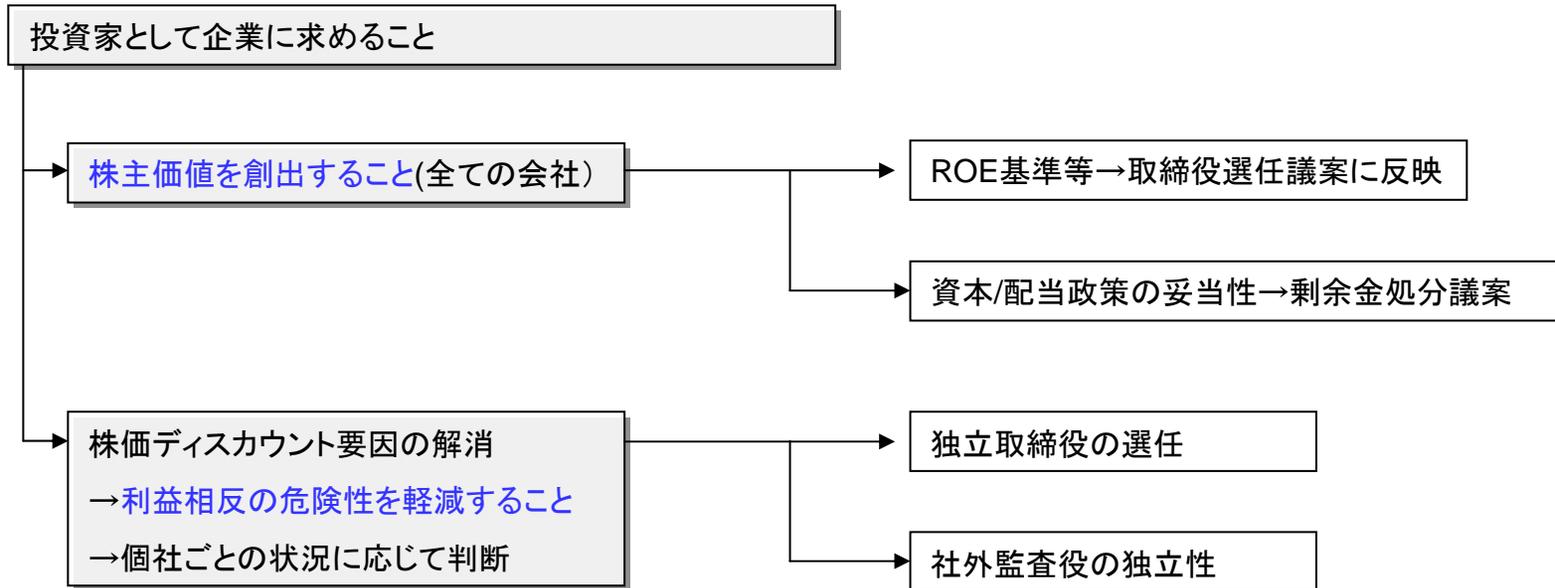
★企業が自発的かつ積極的に情報を発信することが、市場規律の機能を高め企業の活性化に寄与するはず

○Business Judgmentの尊重～経営は経営者の仕事

★情報の非対称性を前提とすると、経営への過度の制約は良い結果をもたらすとはいえない

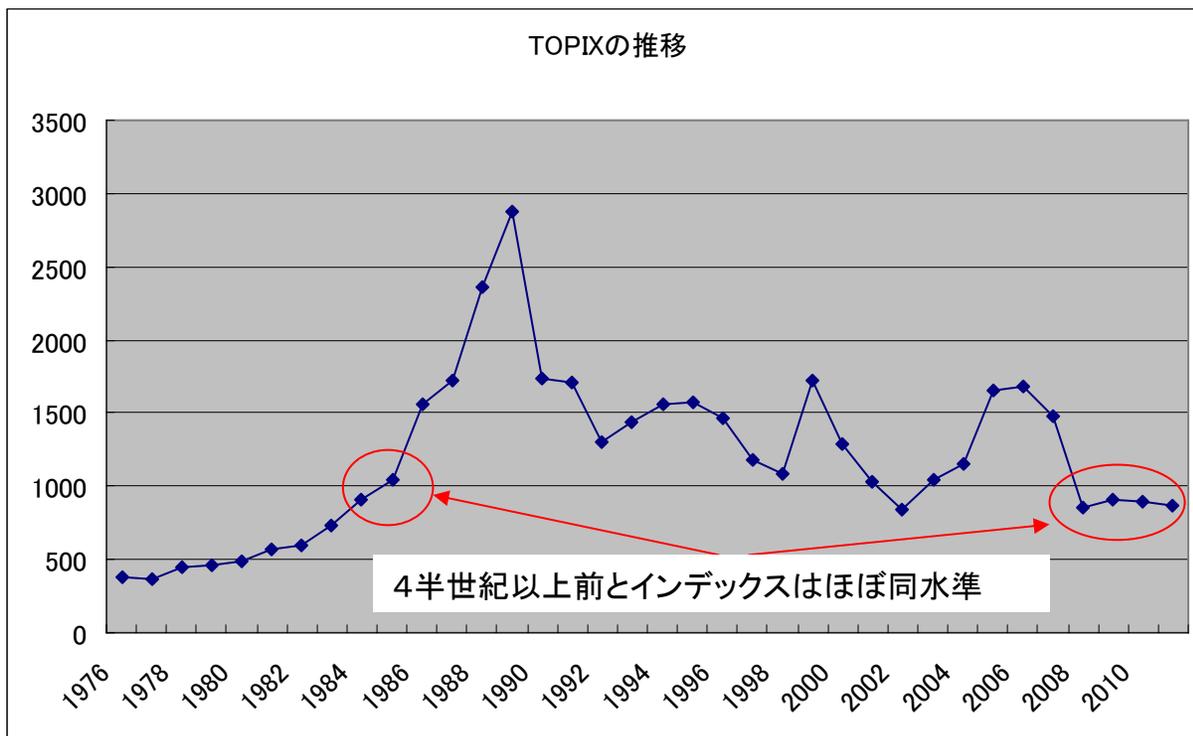
★ただし利益相反が疑われる状況は別～買収防衛策、資本政策など

すなわち...

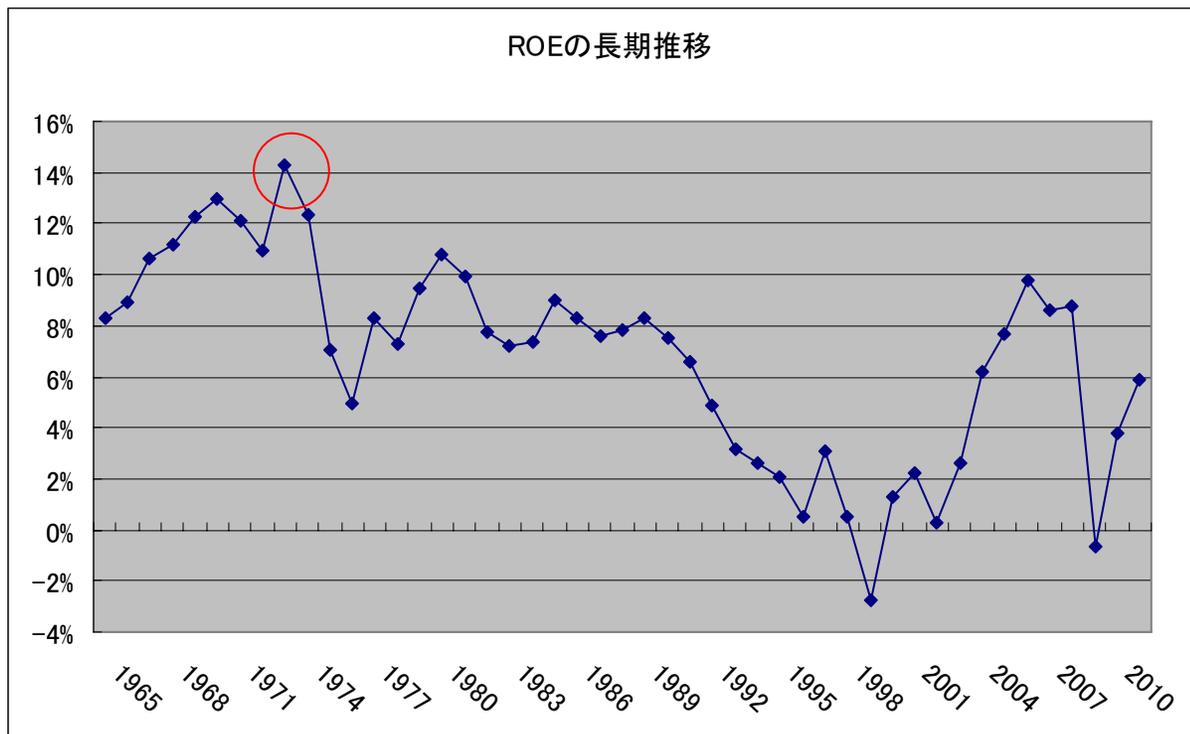


- ★上場企業の企業年金ですら日本株式の比率を引き下げている現状～日本企業の投資魅力度低下の証
- ★市場全体で、「低ROE→低株価リターン」の日本の資本市場にあっては、外見的基準もさることながら、まずもって企業価値をいかに高めるかが最優先課題(TOPIX水準は1984年末を下回る)
- ★そのための手段として議決権行使を含めた株主ガバナンスをどう生かすか
- ★もうひとつの課題は、親子上場に限らず、大株主が存在する上場企業が多数を占める日本の株式市場をどうするか→100%子会社化 or カーブアウトの仕分けをすべき局面かもしれない
- ★有能かもしれないが暴走しがちな経営者のコントロールが重要な米国とは症状が異なる→処方も異なるはず

いまここにある問題点①

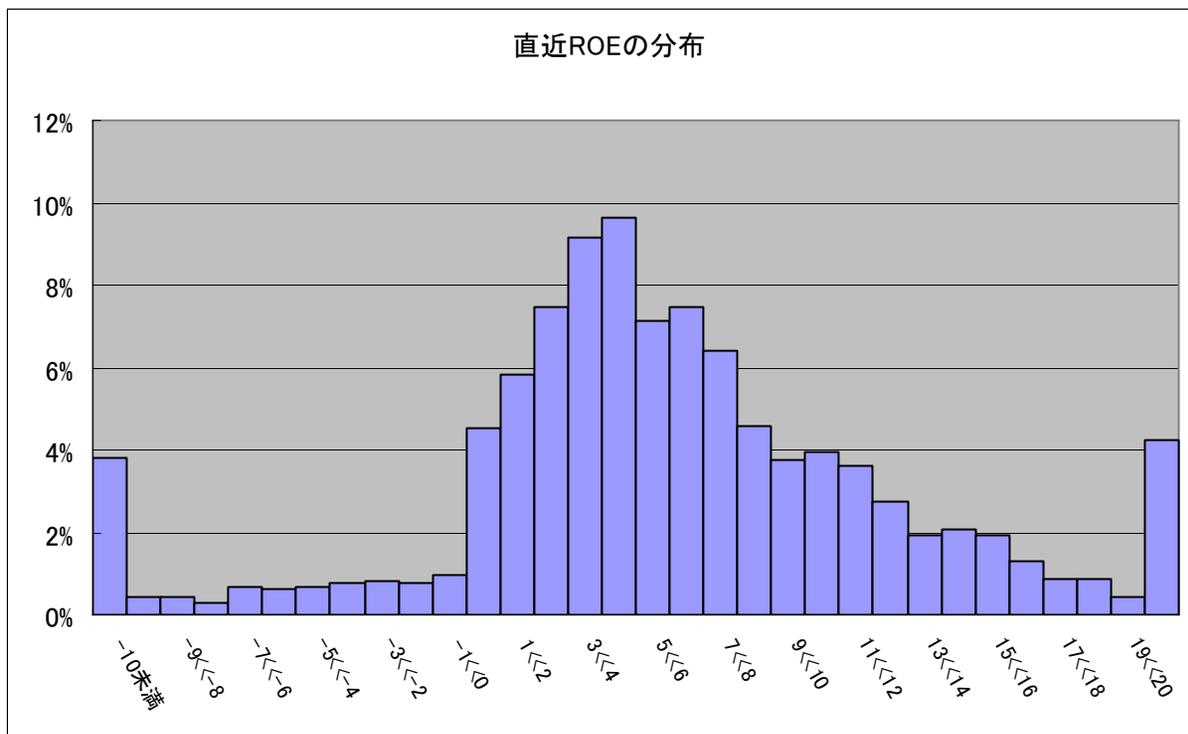


いまここにある問題点②



- ・実はROEのピークは1972年(インフレの嵩上げもあるが...)
- ・バブル崩壊後の10年以上の下落局面も終了し、やっと回復局面入りなのかもしれない

いまここにある問題点③



ただし東証一部上場企業の直近期ROEの分布を見ると、約10%の企業がマイナス

いまここにある問題点④

	比率
3期連続でROEが0%未満	3.1%
3期連続でROEが1%未満	4.9%
3期連続でROEが2%未満	8.7%
3期連続でROEが3%未満	14.0%
3期連続でROEが4%未満	21.3%
3期連続でROEが5%未満	28.9%

東証一部上場企業のうちデータがある企業を対象

- ・3期以上に亘って低収益の企業は少なくない
- ・この中で、赤字でない企業、有利子負債の少ない企業には銀行ガバナンスも及ばない

筆頭株主持株比率	該当企業比率
50%以上	7.7%
33.3%~50%	9.0%
20%~33.3%	13.3%
10%~20%	17.3%
計	47.4%

3月決算の東証一部上場企業を対象に分析

筆頭株主の属性別内訳									
上場企業	ファミリー	政府等	取引先/ 持株会	非上場 企業	銀行	海外 上場企業	敵対的 株主	投資 ファンド	
6.5%	0.5%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.4%	
5.9%	2.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.3%	
7.4%	4.9%	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.1%	0.0%	0.2%	
6.8%	8.9%	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	
26.7%	16.6%	0.7%	0.5%	0.3%	1.1%	0.2%	0.1%	1.1%	

本当に「株主共同の利益」を追求してくれているのか不安

剰余金処分議案

観点: 資本政策の妥当性に関する判断→ (反射的に) 配当政策の妥当性

→ 本来は、株主価値 \equiv 企業価値を高めるための資本/配当政策を打ちだし説明すべき

求めるものは**株主還元**ではなく、**株主価値の増大**～内部留保も株主に帰属するはず(全てとは言わないが)

チェックポイント:

- ・ROE(過去5年平均、直近)
- ・配当性向(連結/単体)
- ・自己資本比率/D/Eレシオ
- ・手元流動性水準(対売上高、対総資産)→過剰キャッシュ企業は細かくチェック
- ・事業報告書の「対処すべき課題」の記載→有望な投資案件等資金需要への言及があるか
- ・配当公約の有無→「配当等に関する方針」の記載の妥当性

剰余金処分議案の判断項目

****	社名
****	***

会社タイプ	委員会/監査役
-------	---------

1	剰余金処分
2	取締役選任
3	監査役選任
4	退職慰労金支給
5	役員賞与支給
6	
7	
8	
9	
10	
11	
12	
13	
14	
15	
16	
17	
18	
19	
20	

剰余金処分案		あり
配当総額		588
役員賞与		54,000,000
配当性向	単体	48.0%
	連結	96.0%
ROE	5年平均	-0.4%
	直近	0.7%
自己資本比率		79.9%
手元流動性	対総資産	14.5%
(除く金融等)	対月商	3.32
配当公約	有無	有・無
	妥当性	適・不適
配当政策の説明は十分か(特に低配当性向の場合)		十分・不十分
反社会的行為の有無		有・無

ROE推移	
前々期	-4.5%
前期	-0.4%
当期	0.7%
	-1.4%

無しの場合	メインBK/主幹証券
	会計事務所・顧問弁護士
	大株主・主要取引先
	旧財閥・企業G

取締役選任		あり
構造面	(前)総数	13
	(後)総数	13
	総数増減	0
	(前)社外	0
	(後)社外	0
	社外増減	0
	独立取締役が必須な企業か	Yes/No
	独立取締役は選任されているか(*1)	有・無
	取締役増員の場合に十分な説明はあるか	有・無
	業績面	ROE基準(震災影響の場合は免除)
説明は十分か		十分・不十分
ROE基準判断		問題あり・なし
過大な株式保有の有無 (評価損益/当期利益) 含む時価変動		問題あり・なし -7.4%
(有価証券/総資産)		50.7%
(必要性の説明は十分か)		十分・不十分
株主価値毀損	不適切なP-IIIを導入していないか	有・無
	不適切な利益処分(*2)	有・無
	反社会的	有・無

取締役選任議案

観点①株主価値創出+支配株主との利益相反の回避

②取締役会全体の構成の是非を判断→候補者毎の属性判断による枝番行使ではない

【チェックポイント】

<経営成果の確認>

- ・ROE(過去3年平均、直近、及び変化)～株主価値を創出しているかの実績を確認
- ・過剰な株式等を保有して、過度のB/S変動リスクをとっていないか～説明の有無を確認

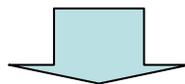
<エージェンシー問題>

- ・取締役会の構成(規模、独立取締役の有無、社外取締役の属性)
- ・株主構成(親会社、主要取引先、オーナー等の持株を可能な限り名寄せ集計)
- ・親会社／支配株主の経営関与状況(派遣取締役数、監査役数、商取引の有無)
- ・オーナーの支配状況(一族出身の取締役数、監査役数、取引関係の有無(保険・旅行代理店、土地賃貸取引、資金の貸し借り、役員報酬の水準)
- ・買収防衛策導入か、増資の有無、企業再編の評価、剰余金処分権限の授権の有無と実績等

枝番行使ではなく、議案全体での行使を行う理由

候補者個人の属性のみを判断項目として機械的に枝番行使を行うと....

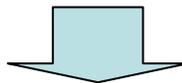
独立取締役が不可欠とまではいえない企業が、（任意で）独立性に多少疑義がある社外取締役候補を上程するケース



依頼されて候補者となった人だけが反対される？→それなら社外取締役を提案しない方がいいことに

利益相反を解消し株主共同の利益を向上させることに繋がるのか？

独立取締役の必要性が高い企業(親子上場の子会社)が、社外取締役候補を上程しないケース



独立性に疑義がある候補者が上程されていないので(たとえCEOでも)賛成？

【判定シートの見本】

社名	委員会/監査役
****	***
1	剰余金処分
2	取締役選任
3	監査役選任
4	退職慰労金支給
5	役員賞与支給
6	
7	
8	
9	
10	
11	
12	
13	
14	
15	
16	
17	
18	
19	
20	

会社タイプ		委員会/監査役	
剰余金処分案		あり	
配当総額		588	
役員賞与		54,000,000	
配当性向	単体	48.0%	
	連結	96.0%	
ROE	5年平均	-0.4%	
	直近	0.7%	
自己資本比率		79.6%	
手元流動性	対総資産	14.5%	
(除く金融等)	対月商	3.32	
配当公約	有無	有・無	
	妥当性	適・不適	
配当政策の説明は十分か(特に低配当性向の場合)		十分・不十分	
反社会的行為の有無		有・無	

定款変更		なし	
ボイズンビル		有・(無)	
	事前警告型	有・(無)	
	種類株	なし	
	授権株数	なし	
	基準日	なし	
	取締役任期変更	なし	
取締役解任特別決議化		なし	
配当金取締役会授権		なし	
種類株(非防衛目的)		なし	
会計監査人責任免除の有無		なし	
授権控括大条項の有無		有(無)	
株主提案等の制約		有・(無)	

既に導入済みか	賛否
導入済・未導入	

→ 基準日が要精査の場合

精査判断
問題あり・なし

取締役選任		あり	
構造面			
	(前)総数	13	
	(後)総数	13	
	総数増減	0	
	(前)社外	0	
	(後)社外	0	
	社外増減	0	
	独立取締役が必須な企業か	Yes/No	
	独立取締役は選任されているか(*1)	有・無	
	取締役増員の場合に十分な説明はあるか	有・無	
業績面			
	ROE基準(震災影響の場合は免除)	---	
	説明は十分か	十分・不十分	
	ROE基準判断	問題あり・なし	
	過大な株式保有の有無	問題あり・なし	
	(評価損益/当期利益)	-7.4%	
	含む時価変動		
	(有価証券/総資産)	50.7%	
	(必要性の説明は十分か)	十分・不十分	
株主価値毀損			
	不適切なP-IIIを導入していないか	有・(無)	
	不適切な利益処分(*2)	有・(無)	
	反社会的	有(無)	

監査役		あり	
	(前)総数	4	
	(後)総数	4	
	(前)社外	2	
	(後)社外	2	
	うち独立性あり	1	
	総数増減	0	
	社外増減	0	
	出席状況	問題あり・なし	
	総合判断	問題あり・なし	

独立取・独立監査役	1
独立性のない社外監査役	
メインBK/主幹事証券	人
会計事務所・顧問弁護士	人
大株主・主要取引先	1人
旧財閥・企業G	人

ROE推移	
前々期	-4.5%
前期	-0.4%
当期	0.7%
	-1.4%

無しの場合	メインBK/主幹事証券
	会計事務所・顧問弁護士
	大株主・主要取引先
	旧財閥・企業G

委員会設置会社の場合	
出席状況	問題あり・なし

大株主の有無	大株主	保有比率
(有) 無	****	41.48

退職慰労金		あり	
業績(5Y)	当期利益	-3,536	
	経常利益	22,005	
対象面	業績責任は重い	問題あり・なし	
	社外を含む		

ストックオプション		有・無	
	上限株数	0	
	希薄化率	0.00%	
	付与対象	問題あり・なし	

特定株主保有比率	41.48
取締役会支配	(有)無
利益相反取引有無	(有)無
ROE実績	問題あり・なし

取締役会4/13、監査役会1/4 会長+社長

【特記事項】

(*1)社外独立性は大株主が存在する場合、委員会設置会社の場合のみ

ROE基準をめぐる論点

【ROE基準設定の狙いとは】

- ★株主にとって重要なROEというファクターに対して、経営者に適切な意識を持ってもらいたいという願い
- ★ROICでもEVAでもかまわないが、株主に対して、何らかの株主価値に関する報告が必要なはず
- ★ROEが低いから反対というのではなく、ROEが低いのに経営者が全く気にしてないのではないかという懸念強いため
→実際の判定に当たっては水準だけではなく、変化をも考慮している
- ★一部の経営者は負債比率を高めれば改善できるとしてROE及び同基準を非難しているが、多くの日本企業は、財務レバレッジが低いからROEが低いのではなく、マージン率が低いためにROEが低いというのが実証研究の結果
- ★少なくない上場企業が、短期のみならず中長期でも結果を出していない(TOPIXの水準は1984年とほぼ同じ)
- ★株主からなんのプレッシャーがかからないと、不採算事業の縮小も、業界再編も起こらないのではないかと危惧
- ★上場企業のROEが低いままで、日本経済の持続性は確保できるのだろうか

【株主としてどんな説明を求めているのか】

- ★「対処すべき課題」をもっと充実すべき
- ★新製品の開発、顧客ニーズの発掘、人材育成など一般論で語られても、現に実績が出ていない企業では説得力なし
- ★中計説明会などで社長がプレゼンしているのなら、なおさら「対処すべき課題」に記載すべき→IRと総会对策の融合
- ★自社の何が問題で、何が強みなのか、これからどのように会社を変えるつもりかという今後のマネジメント・ビューを示してほしい
- ★「市場が短期志向過ぎる、もっと中長期で考えるべきである」と主張するのなら、中長期の見通しを示すべきではないのか

独立取締役選任基準に関するポイント～状況の深刻さに応じた牽制機能を求める

【一般論】

- ★本来は全ての上場企業で、「株主共同の利益」の観点からモニタリングしてくれる、独立取締役が選任されることが望ましい
- ★取締役会の多様性確保や、積極的な経営を可能とする、適切な権力の集中と牽制を如何に確保するかという観点

【より深刻な問題】

- ★日本の法体系では大株主の一般株主に対する信任義務が定められていない
 - 「特定大株主にとっての利益」≠「株主共同の利益」～例：不適切な価格でのMBO,親子合併、親子間取引など
 - 子会社株は割安に見えても、万年割安(バリュートラップ)となることが多い
- ★近年の会社法改正等により取締役会の権限は更に拡大→会社内部者の利害と株主の利害衝突の潜在的危険は拡大
 - 買収防衛策導入企業や剰余金処分権限の取締役会授権では単純なビジネス・ジャッジメント・マターではないはず



【当社の適用スタンス】

- ★オーナーや支配会社が存在する場合（社長など業務執行者を派遣している場合、社外取締役・監査役を派遣している場合にはより深刻→持株比率が高くなくとも実質支配と判断《特に商取引相手でもあるケースは更に深刻な利益相反懸念》）
- ★問題の大きい買収防衛策の導入企業、適切ではない剰余金処分権限の取締役会授権企業(例外あり)
- は独立取締役の選任を必須とし、選任されていない企業の取締役選任議案には反対で意思表示
- その他の場合でも株主価値を毀損(不適切なファイナンス、配当政策)や高額報酬の場合にも同様に対処することがある
- ★社外取締役の属性を判断し枝番行使するのではなく、取締役会の構成を判断

監査役選任議案

観点: 社外監査役の独立性チェックし、十分な独立監査役数が確保されているかを判断

基本スタンス:

取締役会の権限拡大買収防衛策導入など監査役に期待される役割が拡大(利益相反状況)

- ◆過去の経緯から、社外監査役といっても十分な牽制機能を果たせるか疑問のある人材も
- ◆独立性を満たす社外監査役数をチェック→構造全体で評価し、議案単位で(枝番ではなく)行使

チェックポイント:

- ・社外監査役の独立性→出身母体の経営介入だけでなく、ビジネス上の考慮から口を閉ざすリスク
- ・株主構成(親会社、オーナーの存在のチェック)
- ・活動状況のチェック～一定の出席回数は十分条件とはいえないが、必要条件に近いのでは

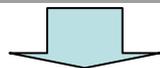
- ・原則として、取締役会の2/3以上の出席を求める(ISSは3/4以上)
- ・そうでない場合には、なぜ監査機能が機能しているといえるのかを説明しているか、説得力があるかで判断→書面決議や臨時取締役会については考慮
- ・社外役員の活動状況をネット開示のみとした会社が本年はあった→機関投資家には見せたくないのか?→かかる開示を行う取締役の適格性にも疑問

取締役会で瑣末な問題まで取り扱くと、出席状況が見劣りするかも→取締役会の位置付けの見直しも必要では

枝番行使ではなく、議案全体での行使を行っている理由

候補者個人の属性のみを判断項目として枝番行使を行うと

社外監査役数を監査役の過半数以上に選任しているが、そのなかに独立性にかける候補者がいるケース（例えば監査役総数5で社外監査役4、内1名に独立性に問題がある場合）



当該候補者に反対

実態面では、賛否を左右するほどの違いはあるのだろうか？

上記と同じ候補者を、従前から社外監査役と表示しないで監査役候補者とするケース



賛成となる可能性高いのでは

+

メインBK、大株主出身者など利害関係者が**いること**を問題視するのではなく、独立性のある社外監査役が**十分存在しないこと**を問題として認識すべきではないのだろうか

→多様なステークホルダー出身者が選任されることを否定はしない

情報開示姿勢の問題

【ある会社の議決権行使参考書類】

(3) 社外役員に関する事項

法令及び当社定款第14条の規定に基づき、インターネット上の当社ウェブサイト(アドレス <http://company.〇〇〇〇.co.jp/>)に記載しております。



★多くのスペースを使う、個別・連結注記表まで書面に記載しているのに、なぜさほどスペースをとらない社外役員の活動状況だけはネット開示なのか??

★うるさい機関投資家に見せたくないということか?

★法令上の義務でなければ出さない、できるだけ最低限の開示だけに絞るというのでは、かえって市場の不信を招き、ディスカウント要因になるのでは?



★ネット開示をこのように使うのであれば、今後他社の定款変更に関して考えざるを得ないのか

★万が一そうなる、多くのまじめな会社にとっては迷惑な話では

新たな視点の導入～独立取締役数と独立監査役数を合算して評価

****	社名	****
1	剰余金処分	
2	監査役選任	
3	補欠監査役選任	
4		
5		
6		
7		
8		
9		
10		
11		
12		
13		
14		
15		
16		
17		
18		
19		
20		

ROE推移

前々期	5.2%
前期	6.0%
当期	9.7%

無しの場合

メインBK/主幹事証券	
会計事務所・顧問弁護士	
大株主・主要取引先	
旧財閥・企業G	

委員会設置会社の場合

出席状況	問題あり・なし
------	---------

会社タイプ 委員会/監査役

剰余金処分案	あり
配当総額	1,335
役員賞与	0
配当性向	単体 17.7%
	連結 31.9%
ROE	5年平均 9.5%
	直近 9.7%
自己資本比率	61.6%
手元流動性	対総資産 33.7%
(除く金融等)	対月商 4.29
配当公約	有無 有・無
	妥当性 適・不適
配当政策の説明は十分か(特に低配当性向の場合)	十分・不十分
反社会的行為の有無	有・無

取締役選任	なし
構造面	(前)総数 8
	(後)総数 8
	総数増減 0
	(前)社外 2
	(後)社外 2
	社外増減 0
	独立取締役が必須な企業か Yes/No
	独立取締役は選任されているか(*1) 有・無
	取締役増員の場合に十分な説明はあるか 有・無
業績面	ROE基準(震災影響の場合は免除)
	説明は十分か 十分・不十分
	ROE基準判断 問題あり・なし
	過大な株式保有の有無 (評価損益/当期利益) 0.0%
	含む時価変動 (有価証券/総資産) 8.4%
	(必要性の説明は十分か) 十分・不十分

株主価値毀損	不適切なP-Valueを導入していないか 有・無
	不適切な利益処分(*2) 有・無
	反社会的 有・無

大株主の有無	大株主	保有比率
有・無	社長	9.55

定款変更	なし
ポイズンピル	有・無
事前警告型	有・無
種類株	なし
授權株数	なし
基準日	なし
取締役任期変更	なし
取締役解任特別決議化	なし
配当金取締役会授權	なし
種類株(非防衛目的)	なし
会計監査人責任免除の有無	なし
授權控株大条項の有無	有・無
株主提案等の制約	有・無

監査役	あり
(前)総数	4
(後)総数	4
(前)社外	2
(後)社外	2
うち独立性あり	1人
総数増減	0
社外増減	0
出席状況	問題あり(なし)
総合判断	問題あり(なし)

退職慰労金	なし
業績(5Y)	当期利益 35,273
	経常利益 57,062
対象面	業績責任は重いか 問題あり・なし
	社外を含むか

ストックオプション	有・無
上限株数	
希薄化率	
付与対象	問題あり・なし

特定株主保有比率	%
取締役会支配	有・無
利益相反取引有無	有・無
ROE実績	問題あり・なし

既に導入済みか	賛否
導入済・未導入	

基準日が要精査の場合
精査判断
問題あり・なし

独立取+独立監査役	3人
独立性のない社外監査役	
メインBK/主幹事証券	人
会計事務所・顧問弁護士	1人
大株主・主要取引先	人
旧財閥・企業G	人

・取締役会出席者13名中、独立性を満たす出席者が3名

→しかも取締役である分、社長の解任提案もできる

→他社に比べても良好では

→監査役議案だけで判断することが妥当なのだろうか？

買収防衛策①

観点：株主価値毀損に繋がる恐れがある防衛策の導入には反対の意思を表明

基本スタンス：

低ROE→低PBR企業の単なる買収阻止を目的とする防衛策は株主価値を損なう恐れが大きい

◆あくまで、株主価値基準(≡企業価値)が前提であるべき→「**企業価値**」の定義が重要

◆「自己保身目的」とは役員の個人的保身だけに限定されず～Entrenchmentの定義

◆一般的な経営判断マターではなく、経営者－株主間の利益衝突の危険が特に高い問題である

◆発動条件の妥当性と判断主体の独立性のバランスに重点を置いて精査

◆防衛策はそもそも時間的猶予の確保と交渉の手段であって拒絶の道具ではないはず
～“Just Say Never”であってはならないはず

◆市場に評価されない防衛策の導入は株価低下を招き、かえって被買収リスクは高まるのでは

チェックポイント：

・説明責任の遂行状況～十分性、時間的余裕→単に召集通知を法定期限ぎりぎりのみでは論外

～本年最大の問題企業は、買収防衛策の中身をネット開示のみ→読まないでくれという狙いか

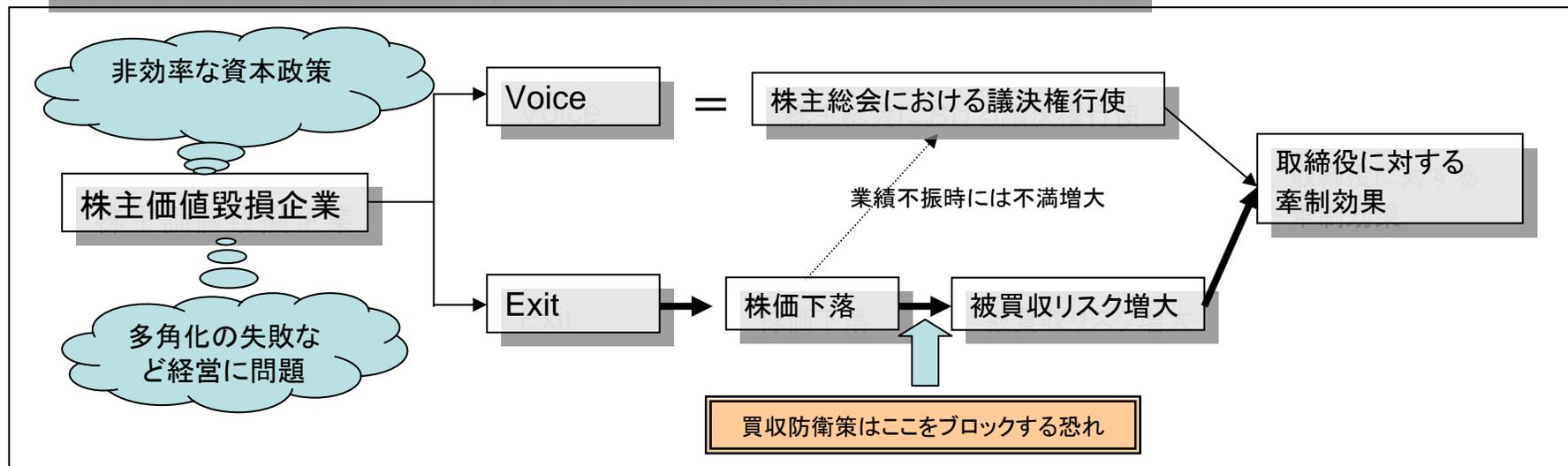
・要求開示情報の妥当性

・発動条件の範囲～株主共同の利益に係りなく発動することは問題

・判断主体の独立性・株主に対する法的責任・信任

買収防衛策②

被買収リスクが存在すること自体が、企業に対する規律付け効果として重要



- ★株式の分散保有構造を前提にすると、株主総会を通じた取締役に対する牽制効果はそれほど大きなものではない
- ★一般的に、敵対的買収リスクの存在による牽制効果 >> 議決権行使による牽制効果
- ★この径路が遮断されれば、経営者にとって株価下落の深刻度はかなり薄まる
- ★この結果、株主価値毀損企業に対する牽制効果が低下し、ターン・アラウンドに向けた圧力が軽減されてしまうことになる
- ★無借金企業、過剰キャッシュ企業に関しては、株主以外のステークホルダーには利害がないため、歯止めがかからない～敵対的買収をブロックすると、かかる企業は低収益のまま安泰
- ★技術があり、資産があるにもかかわらず、収益を生めない企業こそ問題～このような会社が現在の経営のままでよいのか？
- ★そもそも、高ROE企業には、シナジー狙うストラテジック・バイヤー以外は手を出さない→被買収リスクは選択的に作用する

買収防衛策③～今年最大の問題企業

第4号議案当社株式の大規模買付行為に関する対応方針(買収防衛策)継続の件

当社は、平成22年5月20日の取締役会決議及び平成22年6月25日の第〇〇期定時株主総会におけるご承認に基づき、特定株主グループの議決権割合を20%以上とすることを目的とする当社株券等の買付行為、または結果として特定株主グループの議決権割合が20%以上となる当社株券等の買付行為(予め当社取締役会が同意した者による買付行為を除きます。)に関する対応方針(以下「本方針」といいます。)を更新しておりますが、本方針につきましては平成23年6月24日開催の定時株主総会(以下「本定時株主総会」といいます。)の終結の時をもってその有効期間が満了いたします。そこで、当社は第4号議案におきまして、本方針を本定時株主総会終結の時から次期定時株主総会終結の時まで継続することにつき、ご承認をお願いするものであります。

なお、当社取締役会は、本定時株主総会において、本方針の継続に関しまして、本方針を第4号議案としてお諮りし、株主の皆様のご承認を得られることを本方針の継続の条件といたしました。本定時株主総会において、本方針の継続について株主の皆様のご承認が得られなかった場合には、その時点で廃止されるものといたします。

本方針の継続にあたり、基本的内容についての変更はございません。

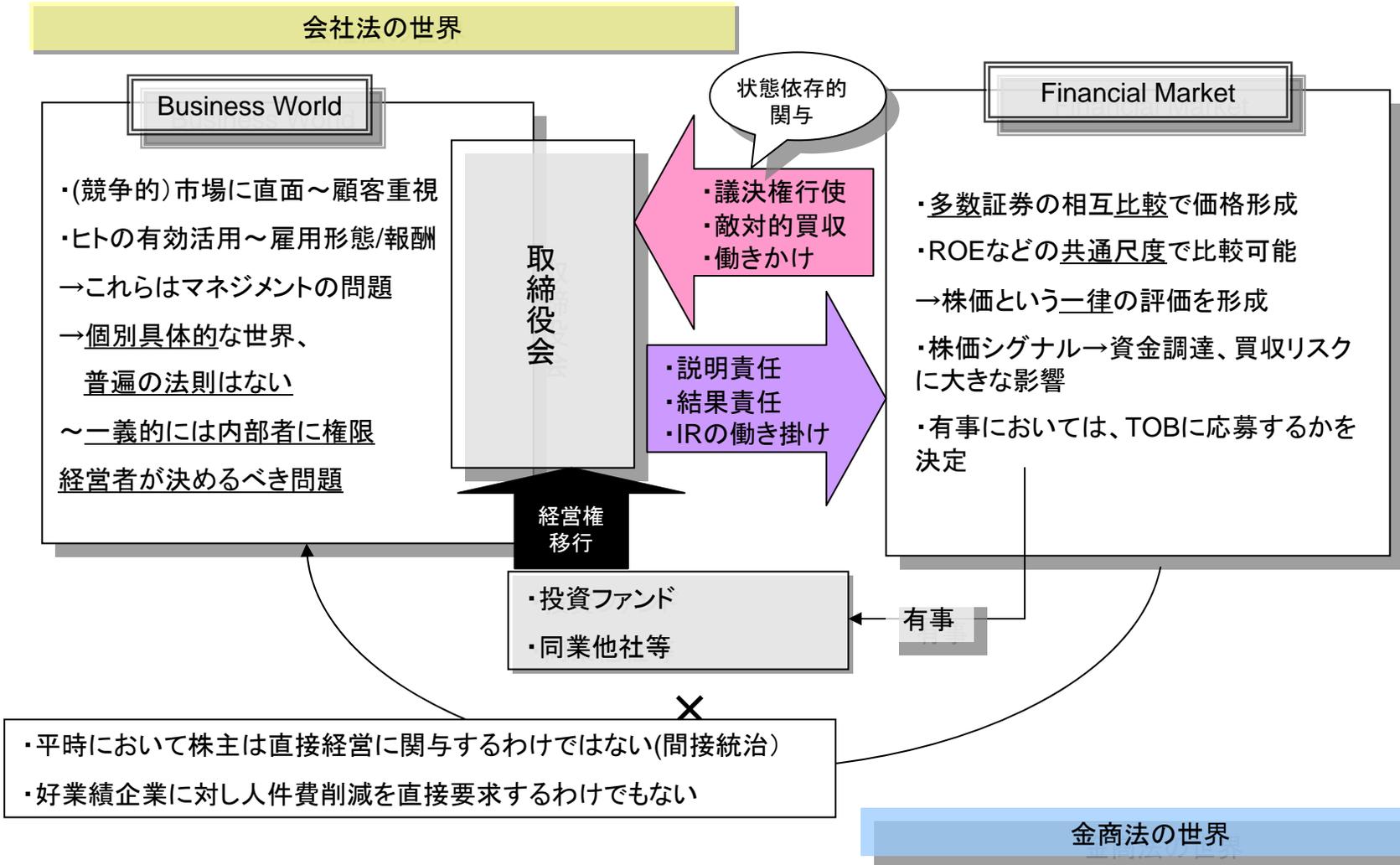
本方針の本文については、インターネット上の当社ウェブサイトに掲載させていただきます。

当社ウェブサイト<http://www.〇〇〇〇.co.jp/>

→でも賛成比率90%以上で可決！

機関投資家としての主張①

【Business WorldとFinancial Marketの関係】



機関投資家としての主張②

【証券市場の特性】

資本効率性が評価ファクター

即時性もしくは先行性(?)

★業績悪化に対する早期アラーム

→成長鈍化、利益減少段階で株価は下落→戦略の練り直し、再編などを要求～ただしノイズの可能性も

⇔B/Sの劣化、キャッシュフロー悪化の段階では債権者がガバナンス、再生ファンドに主役交代

★リスクマネーの再配分

- キャッシュ・カウ事業を抱えた成熟企業ほど溜まりやすい内部留保の還元を要求(社会全体の資金循環)
- 成熟企業の利害関係者による後向きの資金費消、無謀な冒険的投資を牽制
- リスク・マネーを成長産業に誘導できる可能性
- もしくは株主の消費に回る可能性も

★ 過剰投資に歯止め

→経営者の名声欲もしくは従業員の量的拡大志向バイアスによって生ずる過剰投資を防止できる可能性

証券市場の機能を活用すれば個社単位での最適化ではなく、日本経済全体での最適化に寄与できる可能性がある
特に資本の効率的活用にインセンティブをもつのは株主のみ→他の経済主体では代替出来ない観点

企業/経営者への要請①

経営者(取締役)は株主に対しても責任を負うはず

- ・「株主共同の利益」(≒ROEなど)の増大も経営者の大事な責務
- ・株主に対しては、株主言語である株主価値に基づく説明を行う義務があるのではないか？
 - > 売上目標、利益目標のみで、ROE, EPS目標開示は少数派(→ビジネス世界『内部の論理』で完結)
 - > CSRレポートと比較しても、内容に乏しい株主に対するレポーティング(事業報告書等)

経営と金融市場機能の両立→「市場の論理」を語る機関投資家とのコミュニケーション拡大を

- 成長戦略、資本政策、配当政策など株主価値にかかわる問題について機関投資家と対話すべきではないか
 - ・ 「中長期的な視点(市場の欠陥であるとして一部の経営者あげつらう『近視眼的ではない』)」の成長戦略をきちんと説明し、市場の信任を得るべき
 - ・ 機動的な積極経営を進めるほど、株主交換による企業統合や子会社再編、増資など、株主と経営者の利益相反が懸念される状況は今後ますます増加するが、これにどう対応するのか？
 - 自社PR的IRとは異なる、経営者と市場との対話=株懇モデル的総会对策からの脱却
- 市場とうまく付き合うことが企業成長の近道～資金調達のみならず、株式交換による企業再編

法的義務云々ではなく、市場の信任を得て味方にすることが、企業の成長戦略の一部のはず

企業/経営者への要請②

★総会のみならず、総会にいたる過程のコミュニケーションが重要

- 「総会対策」ではなく、IRと一体化した市場との付き合い方・間合いの取り方の確立こそ王道
- 「全株懇」モデル準拠の法的に瑕疵のない召集通知を作ればよいと言う時代は終焉ではないか

★経営者の意思と考えをどのように株主・投資家に伝達し信任を獲得するかが問われる時代

- 召集通知等の見直し→現状は総会対策時代の名残では
- 法的義務がなくても任意かつ積極的に開示してはどうか？→たとえば株式取扱規則を秘匿する意味はあるのか
- 疑い深い市場の信任を得ることも経営者の重大な仕事のひとつでは
- 一部企業のIR姿勢の悪化を懸念(ホームページ、業績見通し)

★業績、議案の良し悪しにかかわらず、常に絶対多数で可決と言うのでは、向上のインセンティブなし

- 反対比率が低い今こそ、その中で反対比率の高い議案の問題点を見直すべき
→一方で株主側も真剣に向き合うべき(実態を踏まえた議決権行使や株価形成)

★機関投資家の役割は評価すること

- 個別経営事案に介入することは極めて例外なケース→アクティビストとは違う点
- 経済合理性という観点から、是々非々の立場で、株価形成、議案の賛否で意見表明することが機関投資家の役割
- このような機関投資家こそ、今後、企業にとって最適なカウンターパーティーではないだろうか

独立取締役に期待するもの

★資本市場は、社外取締役に「株主共同の利益」の守護者としての役割を期待

★経営者にかわって経営(ビジネス・ジャッジメント)のレベルアップへの直接的関与を期待している訳ではなく、会社の「内向きの論理」だけで決めてはいけない問題に、「株主共同の利益」の観点を反映してほしいということ

- ◎増資問題、特に第三者割り当てや有利発行、MSCB
- ◎買収防衛策の導入と発動
- ◎配当政策の妥当性
- ◎企業再編、特に親子合併
- ◎役員報酬問題
- ◎過剰な投資(無謀な企業買収を含む)防止

★経営者に一番近いところで、その働き振りをモニタリングしてほしい

～現在のような経営環境の悪いときにこそ、経営陣の努力を見極め、結果論でない評価をしてほしい

～それを外部(株主や資本市場)に伝えてほしい→何らかの形での情報発信(経営陣の評価)が望ましい

★外部にオープンにできないナイーブな話の妥当性をチェックできるのは独立社外取締役だけ