

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

投資家フォーラム

運営委員 三瓶 裕喜

運営委員 大堀 龍介

日時：平成27年11月24日（火） 15時00分～17時00分

場所：中央合同庁舎第7号館13階 共用第1特別会議室

目次

1. 投資家フォーラム 第1・2回会合の報告書について
 - 1) 東証「改正規程」に基づいたコーポレートガバナンス報告書について
2. 投資家フォーラム 第1・2回会合の別冊報告書(政策保有株式)について
 - 1) 「保有させている」側の問題
 - 2) 「保有している/させられている」側の問題
 - 3) 解消へのインセンティブが働かない構造問題
 - 4) 保有目的と経済合理性の論理矛盾
 - 5) 資本生産性上の問題
 - 6) 一般株主との利益相反の問題
 - 7) 結論・提言
3. 補足資料

1. 投資家フォーラム 第1・2回会合の報告書について

目的

- コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）に向けた開示の方法、投資家からみて良いと考えられるコンプライまたはエクスプレインの取り組み、わかりやすいと考えられる例を抽出して公表する。
- “ベストプラクティス”が一人歩きし、ひな型となって他社が形だけ真似をする、という事態は避けたい。その観点から、様々な開示形式やエクスプレインの仕方について、“これも良いし、あれも良い”というような多様な好例を見つけて提示する。
- また、不足している点や不満な点を指摘するだけでは各企業独自の取組みに萎縮効果をもたらしかねない。CGコード対応初年度だということもあり、良い例に焦点を当てる。

1) 東証「改正規程」に基づいたコーポレートガバナンス 報告書について

開示姿勢についての論点

1. 開示形式・構成
2. コンプライ・オア・エクスプレイン
3. IRの一環として情報発信、アピール
4. 現状追認ではなく、自社のあるべき姿を意識
5. 独自性

注目諸原則

1. 原則1-4：いわゆる政策保有株式について
2. 原則5-1：株主との建設的な対話に関する方針
3. 基本原則4：取締役会等の責務

投資家フォーラムHPに報告書が開示されています。<<http://investorforum.jp/>>

2. 投資家フォーラム第1・2回会合の別冊報告書 (政策保有株式)について

いわゆる政策保有株式については、以下のような問題意識が議論の中で共有されたため、本報告書の別冊としてまとめた。

- 投資家から見て、問題の本質は、政策保有の継続を前提としてコンプライまたはエクスプレインすることではない。
- 投資家の関心はむしろ、歴史的な背景の下でレガシーとなつた構造的な問題に本格的に取り組むことにある。
- すなわち、当初の政策保有目的と現在のCGコードで問われている‘保有のねらい’や‘経済合理性’とのねじれ、「保有させている」側の問題、純投資との混同、一般株主との利益相反の問題、金融機関に関してはプロシクリカリティの問題などを解決することである。

1) 「保有させている」側の問題

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。

これは、「保有させている」側が「保有させられている」側の経営判断に介入しているといえる。

具体的な事象：

- 売却を実行するには、保有する側が当該株式発行体に事前に「お伺いを立てる」必要がある。
- 長年の慣行であることなどから、容易に了解は得られない、または、取引条件の不利などが告げられる。
- 「本当は株式を売却したいのに売らせてもらえない」という訴えをよく聞く。

2) 「保有している/させられている」側の問題

「本当は株式を売却したいのに売らせてもらえない」というのは単なる抗弁に過ぎない可能性もある。

誰も率先して行動しない、つまり、無責任体制または責任の所在を曖昧なまま放置している無作為責任問題の可能性がある。

具体的事象：

- 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がないと経営陣が述べている例もある。
- 取引先の株式を売却したが、その後の取引に影響は出ていないとの説明がある場合もある。

3) 解消へのインセンティブが働くかない構造問題

図表1：企業側のコメントが示唆する保有側と被保有側の関係性

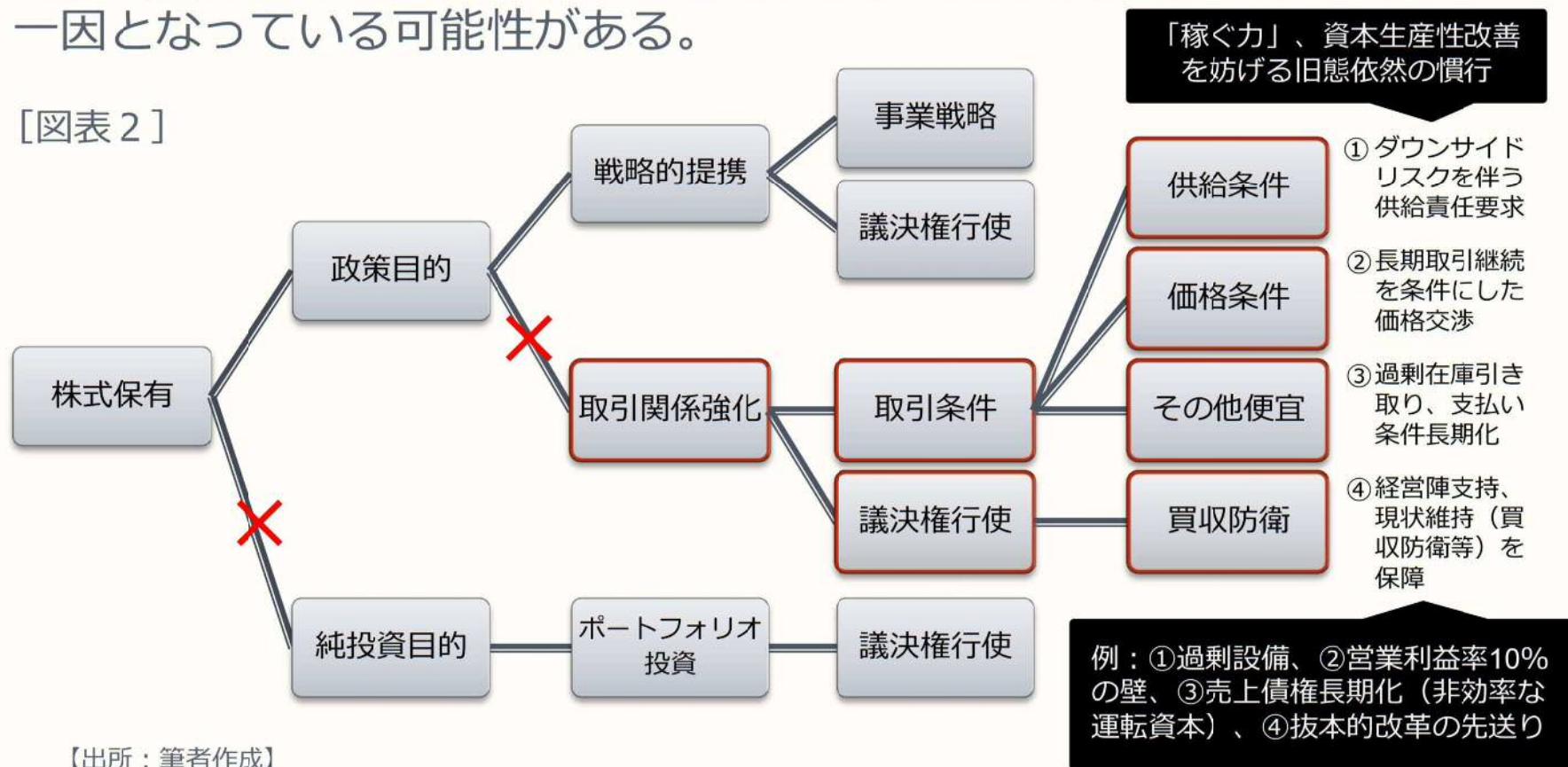
	立場	取引 条件	議決権行使	売却判断
「保有させている」側 「保有されている」側	強い	有利	経営陣支持確保	影響力あり
	弱い	不利	条件交渉に使われる	—
「保有している」側 「保有させられている」側	強い	有利	条件交渉に利用	影響力維持
	弱い	不利	経営陣支持保障	決定権ない

【出所：筆者作成】

4) 保有目的と経済合理性の論理矛盾

ビジネスモデルの競争力や製品・サービスの質の優劣ではなく、株式保有（議決権行使）を梃子にした取引条件交渉が国際競争力を損なう一因となっている可能性がある。

[図表2]



【出所：筆者作成】

5) 資本生産性上の問題

図表3：会社AのB/S（2015年3月期決算）



注：③投資有価証券（株式）=いわゆる政策保有株式
【出所：A社有価証券報告書より筆者作成】

1. 総資産に占める比率

- ・現預金及び現金同等物（①+②）=42%
- ・①+②+換金可能な上場株式（③）=43%
⇒価値を創造する事業資産は57%に過ぎない

2. 資本コスト

- ・無リスク（①）または低リスク金融商品（②）のリターンは資本コストを下回り逆ザヤ
- ・③はリスク性資産であり、株主資本の相応の部分をバッファーとして充当していることになる
⇒資本の無駄遣い
(ただし、①、②については運転資本としての適正水準は必要)

図表4：会社BのB/S（2015年3月期決算）



注：③投資有価証券（株式）=いわゆる政策保有株式
【出所：B社有価証券報告書より筆者作成】

1. 総資産に占める比率

- ・現預金及び現金同等物（①+②）=20%
- ・①+②+換金可能な上場株式（③）=37%
⇒価値を創造する事業資産は63%に過ぎない

2. 資本コスト

- ・無リスク金融商品（①）のリターンは資本コストを下回り逆ザヤ
- ・③はリスク性資産であり、株主資本の相応の部分をバッファーとして充当していることになる
⇒資本の無駄遣い
(ただし、①、②については運転資本としての適正水準は必要)

6) 一般株主との利益相反の問題

- 取引先の株式を保有することによって特別な便益を受けているのであれば、「保有されている」側は「保有している」側に過度な便益を与えてはいることにならないか。
- 政策保有と判別される株主の関係者は独立社外役員として適切ではない。
- 「独立役員として指定している理由」においては、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しながら、当該企業の株式を政策保有し、「取引維持のため重要である」と説明しているという矛盾もある。

7) 結論・提言

政策保有は解消すべきという声が、投資家フォーラム参加者の間では圧倒的であった。「政策保有の実態は、結局は株式の発行体が買収防衛のための安定株主として保有させているものに他ならない」と考える投資家が多い。

CGコード原則1-4は、企業が合理的な説明責任を果たそうと取り組む中で、「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ための重要な原則である。

投資家としては、株式の政策保有を行っている企業に対して、何らかの行動をお願いしたい。

7) 結論・提言

行動とは、まず、①今後の政策保有株式の削減の方針を表明する、②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つ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、などである。

戦略的提携の必要性などは理解しており、各企業が取るべき行動の妥当性について投資家との対話を通じて共通理解を深めていくことが望まれる。

また、銀行を中心とした金融機関の政策保有が国際競争の中で日本の金融システムを脆弱化させるプロシクリカリティ・リスクを懸念している。特にBIS等の規制を受ける大手銀行については、政策保有株式の積極的な削減が望まれる。

金融機関が政策保有解消を率先することが、日本企業へのシグナルとなり、変化のきっかけをつくり出すものと考える。

3. 補足資料

投資家フォーラム<ミッションステートメント>

投資家フォーラムHPに開示されています。<<http://investorforum.jp/>>

2015年6月8日

「投資家フォーラム」ミッションステートメント

企業経営者と長期投資家の実りある対話のために

1.はじめに

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題と取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1, 2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、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、もって機関投資家と投資先企業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、「投資家フォーラム」（以下、「本団体」という。）を設立します。

2.本団体の主な活動について

伊藤レポートの提言、日本版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・コードを念頭に置き、持続的な企業価値創造に関連して、多くの上場企業に共通する課題について投資家としての意見を情報発信します。

具体的には、

- 1) 本団体が開催する「投資家フォーラム会合」（以下、「会合」という。）にて投資家間で忌憚ない議論を行い、共通理解の基盤醸成や論点整理を行います。
- 2) 会合にて議論し、抽出された見解を企業および投資家（機関投資家および個人投資家）を含む広範な対象に向けて発信します。
- 3) また発信した内容に対するフィードバックを収集します。
- 4) さらに、機関投資家側の窓口として、企業からの相談・議題提供を受け付けます。

3.本団体が開催する会合への参加者

- 1) 会合の開催に際しては、本団体の活動に強い関心を示し連絡先を登録している機関投資家等の方々へ案内を差し上げます。また当団体のホームページ<http://www.investorforum.jp/>にも案内を掲載します。会合のテーマが確定していない場合には、会合への参加予定者から、議論すべきテーマを募集します。
- 2) 会合開催の都度、参加者を募ります。参加の条件は運用会社を含む機関投資家あるいはその関係者であることですが、なかでも会合のテーマに強い関心と自己の意見を持ち、仲間と積極的に意見交換したいと考えている方々の参加を希望します。各会合の規模は20名程度（最大50名）を適切と考えます。
- 3) 会合参加者には、議論への主体的な関与、取り上げるべきテーマの提案など設立目的に適った積極的な貢献を期待します。この趣旨から会合には傍聴席を設けません。
- 4) また各会合は非公開とします。当日の議論の内容は記録しますが、発言者名は記載しません。

4.「オープン・セッション」の開催について

本団体が開催する会合での議論の内容について、関心をもつ企業の方々、また企業の持続的な成長に关心をもつ皆様と、広く意見交換する“場”として「オープン・セッション」を設けます。なお「オープン・セッション」には傍聴席も設けます。

（注1）日本版スチュワードシップ・コード指針7-3

「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。」

（注2）伊藤レポート（p. 90）

「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。」

投資家フォーラム<規約>

投資家フォーラムHPに開示されています。<<http://investorforum.jp/>>

投資家フォーラム 規約

2015年6月23日

(名称)

第1条 本団体は、投資家フォーラム（英文名は Forum of Investors Japan）と称する。

(目的・活動)

第2条 本団体は、機関投資家が投資先企業との「目的を持った対話」その他の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、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長に貢献することを目的とする。

2 本団体は、前項の目的を達成するため、次の活動を行う。

- (1) 機関投資家間の共通理解の基盤醸成及び論点整理を目的とした会合（以下「投資家フォーラム会合」という。）の開催。
- (2) 投資家フォーラム会合での議事内容についての対外的な意見発信や提言、及び発信された内容に対するフィードバックの収集。
- (3) 投資家としての見解に関する企業からの相談及び投資家フォーラム会合への企業からの議題提供の受け付け。
- (4) 機関投資家と企業との意見交換を目的とした会合（以下「オープン・セッション」という。）の開催。
- (5) 前各号に附帯関連する一切の活動。

3 本団体は、第3条に定めるように会員が個人の資格で参加する団体であり、また活動内容は我が国資本市場における一般的な課題の解決へ向けた提言に注力する。したがって、個別の企業に対する機関投資家の集団としての、重要提案行為及び共同での株主権行使を目的としたエンゲージメントについては、これを行わないものとする。

(会員)

第3条 本団体の会員は、運用会社を含む機関投資家における投資実務の経験を持ち、日本企業の中長期的な価値創造及び日本の株式市場の発展に貢献したいと考える個人であって、個人の資格として本団体への参加を申請し、運営委員会により入会が認められた者とする。会員は本団体の活動に関する連絡用にメールアドレスを登録する。

2 会員は、運営委員会に届け出ることにより、任意にいつでも退会することができる。

(招集)

第4条 本団体が開催する投資家フォーラム会合及びオープン・セッション（以下、総称して「本会合」という。）は、運営委員会の決定に基づき、運営委員が招集する。

2 運営委員は、本会合を招集すべき日時・議題等が決まり次第、会員へ通知する。

(議長)

第5条 本会合の議長は、本会合の開催を決定した運営委員会により指名されるものとし、本会合の議事を整理する。

(意見の聴取)

第6条 運営委員会は、必要に応じ、学識経験者その他適当と認める者の本会合への出席を認め、その意見を聞くことができる。

(議事の公開・対外発信)

第7条 本会合は、運営委員会が別に定める場合を除き、非公開とする。

2 本会合での議事の内容についての対外的な意見発信や提言等については、本会合における議論を踏まえ、運営委員会がこれを行うものとする。

(運営委員会)

第8条 運営委員会は、本規約に別に定めるものほか、本会合の開催の準備その他の本団体の業務執行の決定を行う。

2 新たに運営委員となろうとする者は、他の運営委員2名の推薦を受けた上で、運営委員会の決議により選出されるものとする。

(雑則)

第9条 本規約に定めるものほか、本会合の運営に関し必要な事項は、運営委員会が定める。

(規約の変更)

第10条 本規約は、運営委員会の決定により適宜変更されるものとする。

以上

留意事項

当資料に記載されている意見・提言等はあくまで筆者が個人的に参加する「投資家フォーラム」を踏まえての見解であり、筆者が所属する会社及びそのグループに属する企業（以下、総称して「筆者の所属組織」といいます。）を代表する意見・提言等ではありません。従って、当資料に記載されている意見・提言等について、筆者の所属組織はいかなる責任を負うものではありませんのでご留意ください。