

第 1 回 コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会

< 議 事 次 第 >

1. 日 時 平成 2 4 年 1 0 月 1 6 日 (火) 1 5 : 0 0 - 1 7 : 0 0
2. 場 所 (株) アイ・アール ジャパン 1 2 階会議室
東京都港区北青山一丁目 2 番 3 号 青山ビル
3. 議 題 (1) 本分科会の位置づけについて
(2) 本分科会の方向性について
(3) ガバナンスの相対化について
(4) 米英ガバナンスプラクティス 2 0 1 2 年株主総会の話題について
(5) 自由討議
4. 配布資料
 - 【資料 1】 座席表
 - 【資料 2】 委員名簿
 - 【資料 3】 企業報告研究会 (Corporate Reporting Lab) について
 - 【資料 4】 加賀谷座長説明資料
 - 【資料 5】 江口委員説明資料
 - 【資料 6】 石田委員説明資料

以 上

平成 24 年度 第 1 回 コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会 議事概要

日時：2012 年 10 月 16 日（火） 15:00－17:00

（１）本分科会の位置づけについて

- ・ 世の中を変えるという意識でやる分科会なので、議事は公表する。企業の内側に立ち入る議論もあるかもしれないが、守秘を前提として積極的に議論する。海外にも発信できるように、英訳も作成し公表する。（加賀谷座長）

（２）本分科会の方向性について

- ・ 「コーポレート・ガバナンスの枠組みを考え直す」を理念としたい。これがコーポレート・ガバナンスだ、というものを出していきたい。コーポレート・ガバナンスとは「企業にとっても自己アピールの機会」というのが自分の今年のスローガンである。（江口委員）
- ・ コーポレート・ガバナンスは何らかの形で経営を束縛するもので、その意味で企業はできればやりたくない。しかし、本質的には、投資家に株を買ってもらうために取り組むものであり、自発的に取り組むべきものである。（江口委員）
- ・ 本分科会の作業部会（working Group）では、主として投資家の視点から企業への問いを作り、これを基に企業と議論し、「コーポレート・ガバナンスのアピールのための手引き書」のようなものを作りたい（江口委員）

（３）ガバナンスの相対化について

≪報告≫「議論のための素材提供：ガバナンスの相対化」（江口委員）

（４）米英ガバナンスプラクティス 2012 年株主総会の話題について

≪報告≫「米英ガバナンスプラクティス 2012 年株主総会の話題」（石田委員）

（３）（４）に係る質疑応答

- ・ 石田委員の報告では、Say on Pay の背景には経営の短期志向や株価パフォーマンスがあるということだったが、当初の制度設定とプラクティスに差があるのではないか。（岩田委員）
⇒ 「悪いものが報われるのはおかしい」という社会の不満が高まった結果と考えている。TSR（Total Shareholder Return）を重視しているのが現状と思う。（石田委員）
- ・ ガバナンスに“絶対正しい形”がある訳ではないとする江口委員のご意見に賛同する。その前提で、江口委員の報告における、社外取締役に要求される Trustworthiness は、監査役、とりわけ社外監査役にも同様に要求される要素と考えてよいか。（長谷川委員）
⇒ 社外監査役も社外取締役と同様に重要な要素と考えている。（江口委員）

（５）自由討議

- ・ 格付け会社として、コーポレート・ガバナンスに関しては将来の利益と安定性に影響を与えるかどうかの観点からネガティブチェックをかけている。したがって信用力分析上ではプラス評価とはならないが、ダウンサイドリスクをいかに減らすか、という観点で議論していきたい。（柴田委員）
- ・ 日本に限らず、アジア、太平洋地域において、企業とコーポレート・ガバナンスの議論を行っているので、できるだけ具体例を提供していきたい。コーポレート・ガバナンスがしっかりしていれば、業績予想の確度が高いという実感もある。そうした事例を示していければと考えている。（柴田委員）

- ・ 資産運用会社という立場から、企業の長期的な発展に貢献するような議論をしていきたい。コーポレート・ガバナンスに関するアンケートを実施し、その中でガバナンスの優れた企業に対するインタビューも行ったことがあり、その経験も活かして作業部会等に貢献していきたい。（岩田委員）
- ・ 資料3に書いている目的（海外投資家とどう向き合うか、また、日本全体のコーポレート・ガバナンスをどのように海外に発信するか）は素晴らしい。但し、折角の発信が的外れにならないよう、これまでグローバル投資家から公に出された意見をきっちり受信し整理しておく必要がある。自分たちが普段接している投資家はグローバル投資家から見て、残念ながら投資家としての日本の存在感は非常に薄い。そういった日本の立ち位置についても考えて、グローバル投資家と直接コミュニケーションし、発信していきたい。（小口委員）
- ・ 一点残念なのは、ここにアセットオーナーがいないということ。本当であれば、年金をはじめとする長期運用機関からの意見なども踏まえた上で対話について考えていくべきではないか。日本でそうした適材を見つけるのは難しいかもしれないが、今後その方法を検討したい。（小口委員）
- ・ 投資家として納得ができない買収防衛策や慰労金議案に関して対話機会を持っても、みんなが出すから出すと言われておしまいという姿勢の企業もある。しかし、話をするすることで、そういった議案を取り下げてもらったこともある。（鎌田委員）
- ・ 自分たちはガバナンス評価の低い企業に投資し、それが良くなっていくのを楽しむような運用をしており、そうした他とは違った視点で当分科会や作業部会の議論に貢献していきたい。（鎌田委員）
- ・ SWF などグローバルなスポンサーでは、日本ローカルのファンドマネージャーを解雇し、グローバル運用のマネージャーを増やす動きがある。これはガバナンスを含め、日本企業の魅力の無さ、また価値創出、成長に対する不信、不満の表れと言える。一方で、日本企業でさえも、企業年金では、国内株式の比率を圧縮している。（蔵本委員）
- ・ かかる状況を打破し、投資家と企業、各種利害関係者全体のパイを拡大するために、投資家と企業の関係、距離感を考えて実現していかなければいけない。そうしなければ、若い世代に対してバトンをつなげていけない。このままでは、今の子供たちが就職する頃、グローバルなポジションを求めた場合、入社試験は北京か香港で行うことになりかねない。（蔵本委員）
- ・ 日本企業のあるべきガバナンスの形を他国と同じには考えず、日本企業は模索してきたが、その結果として利益率は低い。根本的に制度面から動かしていけないのではないか。どういう枠組みが最も良い答え（Best Response）なのかを議論していきたい。（齋藤委員）
- ・ 当社もアドバイザリーボードを採用して10年になり、見直しも考える時期にきている。ガバナンスが良いから企業業績が良いという訳ではないが、これを契機にガバナンスをどう改善していくべきかを勉強したい。（嶋井委員）
- ・ 監査役機能は、海外投資家からわかりにくいと言われている。監査役を理解してもらうための発信が重要と感じている。従来の英文推奨呼称である Corporate Auditor は社外の監査人との区別もつかず判りにくい、との声もあり、監査役機能面に焦点を当て、新英文呼称として Audit and Supervisory Board Member を推奨している。また、監査役の理解を促進するためには何をすべきかについても、この分科会を通じて知恵を得られたらと考えている。（永田委員）
- ・ 石田委員、江口委員の話に「対話」について様々な視点があり、非常に参考になった。当社も年間で海外100件、国内200件程の対話を持っており、そうした実務的な観点から議論していきたい。（長谷川委員）
- ・ 当分科会での「対話」に関する議論に注目しており、機関投資家、個人投資家と企業とのコミュニケーションがどうあるべきかの参考になるような提案をしたい。また、適切な情報開示のあり方については、社会環境の変化や投資家のニーズにより変わっていくものであり、当社の今の招集通知が完成形であるとは思っていない。機関投資家との意見交換から投資家が求める情報と会

社として主張すべき情報とのバランス、ミックスが重要だと考えている。(松岡委員)

- ・ 最近の IR 活動において、海外投資家が日本に興味を失ってきているのを実感している。ただ、日本企業は ESG における優位性があり、世界で勝てると思っている。当社の立場を超えて、あるべきガバナンス・コミュニケーションについて議論していきたい。(山崎委員)
- ・ コーポレート・ガバナンスに関する議論において最もフラストレーションを感じていたのは、形式論に走りがちなところ。江口委員の報告にもあった、ガバナンスの形式が違うことは優劣ではない、というメッセージの共有を図りたい。(和田氏)
- ・ コーポレート・ガバナンスに関する議論では、日本の仕組みが諸外国と異なることについて、それが劣位であるかのように議論されてしまっている。日本の仕組みに関する発信が足りないのであれば、発信を強化することも含め、議論して欲しい。(和田氏)
- ・ 有価証券報告書を作成する立場から見たときに、ガバナンスにおける対話のあり方として有意義なものがあれば、開示項目の改善につながるものとして検討の参考としたい。(樋口氏)
- ・ 統合報告に関して、抽象的な理念の発信だけではなく、具体的な成果物が示されていることは、検討の参考に資していると感じている。本研究会でも具体的な事例や手引書を提供するという試みは、今後の議論に有用であると思うので、歓迎できる。(樋口氏)
- ・
- ・ 上場企業一般には、なぜ投資家との対話が必要なのか、それによって企業経営にどのような利点があるのか、といったことが必ずしも理解されていないと感じる。その辺りからわかり易く解き明かして、上場企業に幅広く伝えていく必要があると思う。(松崎氏)
- ・ 企業と投資家との対話に際しては共通言語が不可欠。たとえば投資家は資本コストを超えるリターンを期待しているといった基本的なところぐらいから、企業の投資家視点に関する理解を広げていく必要もある。(松崎氏)
- ・ 日本株のプレゼンス低下という危機感で始まったような分科会であり、委員からの提案は全て取り上げる方針でやっていきたい。今日出た提案に加え、何か追加的なものがあれば、座長・事務局に送ってほしい。また、コーポレート・ガバナンスを通じてこんなに企業がよくなった、という事例があれば、是非積極的に報告してほしい。(福本室長)
- ・ 本日、示された日本が置かれている危機的な状況の中、どのタイミングでそのような議論を行い、提案を実現していくか、タイムフレームも含め、皆様にご提案いただきたい。(福本室長)
- ・ 重要なのはここにいない人にどう発信し、つなげていくのかということ。たとえば、日本企業の経営者であり、海外投資家であり、ここにきていない他の会社の方々。そこをどうするかについても皆様と検討していきたい。(福本室長)
- ・ 日本の先行きについて、最後の局面に差し掛かっていると認識している。当社としては、ひたすら客観的に事実をあぶりだしていくため、調査の依頼があれば相談してほしい。(寺下氏)

以上

第2回 コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会

< 議 事 次 第 >

1. 日 時 平成24年12月17日（月） 15:00－17:00
2. 場 所 (株)アイ・アール ジャパン 12階会議室
東京都港区北青山一丁目2番3号 青山ビル
3. 議 題 (1) 前回分科会での提案について
 - 1) アセットオーナーを含めた受託者責任の輪について
 - 2) 経営陣とガバナンスに関する信用力評価について
 - 3) 投資家から見たグッドプラクティス・バッドプラクティスの開示について(2) コーポレート・ガバナンス企業意識調査作業部会の進捗について
(3) 今後の分科会の進め方等について
4. 配布資料
 - 【資料1】 座席表
 - 【資料2】 委員名簿
 - 【資料3-1】 小口委員説明資料
 - 【資料3-2】 小口委員参考資料
 - 【資料4】 柴田委員説明資料
 - 【資料5】 蔵本委員説明資料
 - 【資料6】 作業部会資料
 - 【参考資料1】 企業報告ラボ (Corporate Reporting Lab)
 - 【参考資料2】 持続的な企業価値の創造のためのIR/コミュニケーション戦略に関する実態調査
 - 【参考資料3】 第1回 コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会議事概要
 - 【参考資料4】 企業法・企業統治に関するEUアクションプラン

以 上

平成 24 年度 第 2 回 コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会 議事概要

日時：2012 年 12 月 17 日（月） 15:00－17:00

（１） 前回分科会での提案について

- ≪報告≫ 「アセットオーナーを含めた受託者責任の輪について」（小口委員）
「経営陣とガバナンスに関する信用力調査について」（柴田委員）
「投資家から見たグッドプラクティス・バッドプラクティスの開示について」（蔵本委員）

（２） （１）の質疑応答

- ・ 小口委員の報告内での「③グローバル機関投資家から見た日本企業（P6）」で示している「Asian Corporate Governance Association 日本白書（2008 年 5 月）（以下 ACGA 日本白書）」による 6 提言の内「2.資本の効率的活用」、「3.独立的立場からの経営の監督」は 2008 年から現在まで変わってきているのか（柴田委員）
 - ⇒ 「2.資本の効率的活用」については、いろいろな点で改善はしていると考え。2012 年 10 月に Financial Times にペイアウトは 2003 年より徐々に上昇、ターゲットペイアウトレーシングを発表する企業が 2005 年から 2 倍となっている、バイバックも 2012 年には 1.8 兆円となり前年度を更新等、資本の効率的活用に対する実績および意識は上昇している。ただ、グローバル比較をすると、TOPIX（non-financial）のグロースキャッシュレートは 12.5%、米国は 9%、欧州は 7%と高い数値となっており、まだまだ充分ではないという評価になる。（小口委員）
 - ⇒ 「3.独立的立場からの経営の監督」については、海外機関投資家の評価は会社法改正や“Comply or Explain”の動きはポジティブに捉えているが、やはりグローバルで比較すると too slow とされている。（小口委員）
- ・ 小口委員の報告にて「グローバル投資家からは依然厳しい評価にある」とは、具体的にどういった点か（加賀谷座長）
 - ⇒ ACGA 日本白書の対応、持ち合い株式等、グローバル比較でトータルに見て日本企業の対応は too little、too slow といったグローバル投資家は評価している（小口委員）
- ・ 柴田委員の報告にて、「コーポレート・ガバナンスがしっかりしていれば業績予想の確度が高いという実感（P7）」の報告には非常に関心がある。その評価について「経営人とガバナンスに関する信用力評価項目（P5）」における「Governance」の 7 つのポイントの内、特に重視する項目があれば教えて頂きたい。（加賀谷座長）
 - ⇒ まず Governance には Positive という評価項目が無いので、Governance が非常に良いからといってプラス評価にはならないが、Neutral の評価にも強弱はあると個人的には考える。具体的な項目は「2.Entrepreneurial or controlling ownership」、「3.Management culture」である。前者の創業者もしくは支配的所有権では、圧倒的な支配力により財務健全性を度外視した経営が行われる可能性を懸念し、ネガティブになる可能性を有する。また、後者の経営文化については、経営陣の権限が確立していれば、過度な設備投資等への判断は行われないという、ポジティブな評価を与えることができると考える。（柴田委員）

（３） コーポレート・ガバナンス企業意識調査作業部会の進捗について（江口委員）

（４） （３）への質疑応答

- ・ アンケートの対象先はどのように考えておけばよいのか（柴田委員）
 - ⇒ 回収方法が直接企業への訪問にて行う予定なので、限定された企業を想定している。その後、3 月末までにアンケート内容と回答例を公表する予定。また、現在は回答企業の内 5 社程度から同意を取り付けて公表することを予定している。同意してくれる企業はガバナンスに対して自信がある企業と予想するので、回答例としては良い例が公表されと考えている。（江口委員）

- ⇒ 正直、投資家サイドが投資をしたいと考える企業を対象としており、このアンケートに全く対応しない企業は気にしないこととする。(江口委員)
- ・ ガバナンスに対して意識がある会社と意識が無い会社の二つに分けられると考えられ、さらにプレイヤーとしては経営陣とガバナンス担当者がいる。そのプレイヤーの意識の有無により4象限に分かれるが、ここで問題となるのが担当者には意識があるが経営陣に意識が無いパターンである。また、近時においては形式的にガバナンスを揃える(社外取締役をとりあえず導入する等)のみといった企業が増えてきており、本来のガバナンスの真の意味を理解していない企業が存在しているのではないかと。(山崎委員)
- ・ そこで、今回のアンケート内容に「ガバナンス専任者の有無」「ガバナンス担当役員(CGO)の有無」を追加してみるのはいかがでしょうか。ガバナンスの専任者や担当役員が存在すれば、上記のような課題は解決され则认为。(山崎委員)
- ・ 企業にとって今回のアンケートを行うことで享受するメリットは何が考えられるか。さらに言うと、どのあたりの投資家を企業は気にしているのか、というニーズを確認する必要があるのではないかと。(小口委員)
- ⇒ 最終的には、海外向けに情報を発信することを目標に、足腰を鍛える土台とする位置づけで企業には活用してもらいたい。海外向けに情報を発信することを見据えて、まず前段階として国内投資家に対して企業のガバナンスを説得力ある内容で説明出来ることを目指すツールとして活用して頂きたい。(江口委員)

(5) 今後の分科会の進め方等について

- ・ アンケート調査の主旨は非常に素晴らしいと考える。やる気はあるけどやり方がわからない企業にとっては、このアンケートにて鍛えられることが素晴らしい。ただ、このアンケートに対して積極的な企業と消極的な企業の2極化が進むのではないかと考えており、消極的な企業には事例集等の作成もよいのではないだろうか。(藤島委員)
- ・ CII(米国機関投資家協会)が各投資家のFocus Listを公表している。Focus Listとは投資対象企業の財務状況やコーポレート・ガバナンス状況などにおいて、改善を求める企業のリスト。次回、準備してご提供させて頂くので、討議の参考に使用してもらいたい。(寺下氏)
- ・ 経団連や監査役協会等で今回のアンケート内容について議論を行う機会はないだろうか。(福本室長)
 - ⇒ 監査役協会であれば、監査役に該当する部分を抜粋した上での議論でもよいのだろうか。関係ない部分は、「聞かれても困る」といった返答が予想されるのだが(永田委員)
 - ⇒ アンケートはCEOに回答して頂くことを想定している。企業の根本を回答可能な高いレベルの回答者を想定している。(江口委員)
 - ⇒ そういった前提にあると、ご期待に応えることは難しいのかと考える。(和田氏)
 - ⇒ アンケート開始直後は、直接CEOへの回答を求めることはせずにIR担当者に対して意見を求める形にするなど柔軟に対応していくことも考えてよいのではないかと。(加賀谷座長)

以上