

第6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

2014年9月2日(火) 10:00~12:30

●藤島氏より、配布資料に基づき、主に以下の説明あり。

- ・過去5年の株主総会と比べ、2014年の株主総会は「(ガバナンスの)形式から実質」に踏み出せたか否かがポイント。
- ・2014年のTOPIX Large100の議決権行使結果をみると、全般的に賛成率は改善傾向。その理由として考えられることは企業側の対策が進んできたこと。
- ・退職慰労金の打ち切り、買収防衛策の廃止、社外取締役の選任、業績連動報酬の導入等に関し、投資家の意を汲む対応を行った他、招集通知の詳細説明や社外役員の取引関係につき数値化した説明を掲載する工夫等を実施。
- ・今後のポイントは実効性、つまり、企業業績をどう上げていくかということ。
- ・社外取締役が少ない会社については、ガバナンス・トップにあたる会長に対する反対が高く、それが顕著に見られたのが2013年。2014年は、社外取締役が取締役総数の10~20%でも、反対票が増えている。
- ・企業業績とマネジメント・トップである社長への信任状況は、赤字企業の賛成率が下がるという傾向が2013年、14年ともにみられた。これに加えて2014年においては、ROE水準と賛成率の間に若干の相関性が存するよう見える。
- ・社外取締役については、概ね賛成率は90%超を維持している。反対票が多い候補者は出席率の低さや大株主であること等に起因か。
- ・社外監査役の賛成率は社外取締役よりも低く、厳しい結果となっている。属性別の特徴は社外取締役と同じだが、金融機関出身者が特に低い。
- ・「形式から実質」のガバナンスであるかを評価する際にポイントとなるのは、業績向上に貢献する社外取締役を選任、活用する仕組みとなっているか否か。例えば、食品等非医療品事業の展開を掲げる医療品企業の社外取締役として、食料品業界の者を迎えるといった例が挙げられる。
- ・今後は、企業側が実質面を担保するために、どのような取組を行うかを、資本市場及び投資家側も注視していく必要がある。

●質疑応答

江口氏：議決権行使に関して、形式が整ってきた今、次の段階として何をすべきか。ある程度が取組ができている企業は何が適切な方法かをよく分かっており、部外者が踏み込み過ぎないようにすることが肝要。そうでない企業には、従来どおり叱咤激励が必要。会社の対応もきめ細かくなっている中、企業側と投資家や専門業者との間で、ゲーム的な感覚になっており、投資家の一定の行動パターンを前提に、企業側もそれに沿った対応をしていけば賛成率が上昇する傾向になっていないか、本来企業側がやりたいと思っていること

が抑制される場合も想定される。どこで線引きをするか考えていく必要がある。

藤島氏：線引については、各企業・個々の投資家で捉え方が異なる。資本市場全体でコンセンサスを形成していく場が必要になるかもしれない。

柴田：従来、日本企業には、投資家、株式保有者、従業員、銀行を含めたデッドホルダー等々の間でバランスのとれた経営資源の分配を行うという配慮がされていた。それが、ROEの低さ等の問題に繋がっているのかもしれない。今年の総会の、全体論では、株主還元や企業価値向上に向かうような期待がみられたと考えてよいのか。

藤島：企業側として、企業価値や ROE 上昇を目指すという雰囲気にはまだなっていない印象。しかし、昨年までの議論により、社外取締役等の設置等ガバナンスの形式は出来てきている。また、社外取締役等の選任理由と自社事業とのマッチングも一部では進んでおり、形式から中身へ移行し始めている。全体を巻き込んだ動きに移行する端緒は何かという意味では、例えば統合報告が一つのキーになり得るのではないか。

松岡：ガバナンスの強化により、不祥事等が生じにくい体質となり、その結果業績向上に繋がるという仮説が成立するのか。

藤島：ロジックとしてはその通りだが、なかなか数字に表れてこない。ガバナンスと企業業績は永遠の課題。ちなみに、ガバナンスと ROE には相関を認めることが難しいが、ガバナンスと総資産の変化率・ボラティリティを比較したら興味深い結果になるのではないか。事業再編など大胆な戦略はガバナンスに影響されると思っている。

石田：ISS では来年に向けて、ROE を議決権行使ポリシーに盛り込めないかと考えている。日本の投資家は業績が相当に悪い場合には、ボードを超えて、株主として社長選任に反対すべきと思っているようであるが、社長更迭は本来取締役会での判断のはず。だからこそ信頼できる人を選ぶ必要がある。ボードは執行機関ではなく、監査機能、モニタリング機能を発揮するものである。

野間：金融機関出身の社外取締役、監査役の賛成率が低いのは、基本的には株主と債権者とは利害が対立していて、金融機関出身つまり債権者は受け入れ難いという構図ではないか。

柴田：金融機関などのデットホルダーは高いリターンを求めない代わりに安定した利益やキャッシュフローを求めるため、リスクをとってでも高いリターンを求める株主側からす

ると、新規投資や M&A への歯止めをかける役割を担うとの連想になってしまうのだろう。

長谷川：ボードは会社の重要な意思決定機関。経営者を選任する際に、形式主義で反対票を投じてはならず、実質的なことを重視する必要がある。

●今後の進め方

蔵本：パイロット版として取り組んできたグッド／バッドプラクティス事例分析作業部会を今後どうすすめていくか検討すべき。費用対効果という面でもパイロット版には意義が認められた。

柴田：今後はサンプル数を増やすといった方向性も考えられればと思う。

野間：グッド／バッドプラクティス事例分析作業部会に関しては、進めていくということで決定したい。

前田：議決権行使に関し、国内外で考え方の違いがある。スチュワードシップ・コード策定により、対話・エンゲージメントに積極的な取組が求められる中、企業側としても何を招集通知のアジェンダにするか考えなければならない。望ましい対話・エンゲージメントの在り方を議論できればと思う。

鎌田：その点については、制度的側面からは総会時期の見直しとも関係する。実質的側面としては「投資家フォーラム作業部会」でも検討していきたい。

高山：海外の機関投資家と会談すると、重視しているのは有事の対話ではなく、平時のガバナンスに関する意見交換。英米では、市場対応の社外取締役がいる。実質的な議論の重要性はその通りであるが、最低限の形式を整える必要はある。

ACGA とのセッションは非公表

以上

