

2013年10月25日 全5頁

# 機関投資家に学ぶ社外取締役の実効性

外形面からの評価は改善。実効性のポイントは説明責任

コンサルティング・ソリューション第一部  
主任コンサルタント 深澤 寛晴, CFA

## [要約]

- コーポレート・ガバナンス (CG) 向上の必要性が指摘されて久しい。外形面 (社外取締役の設置等) では機関投資家からも一定の評価を得ている。
- 一方で社外取締役の実効性、すなわち企業価値向上への貢献については課題が少なくない。本稿では、機関投資家自身を例にとって社外取締役の実効性について考える。機関投資家が投資の執行機能を、そのスポンサーである年金基金が監督機能を担うと考えれば、株式会社の CG と平仄が揃うためだ。
- 年金基金による監督機能は説明責任重視。社外取締役による監督機能も同様に考えると、社外取締役の役割が明確化になり、社外取締役の実効性も高まるのではないかと。

## はじめに

コーポレート・ガバナンス (CG) 向上の必要性が指摘されて久しい。社外取締役の設置が進んだ結果、今日では大企業に限定すれば社外取締役のいない企業の方が少数派だ。後述の通り機関投資家からも一定の評価を得ているから、外形的にはCGの整備は着実に進んでいると言える。一方で課題となっているのはその実効性、すなわち企業価値向上への貢献だ。社外取締役は取締役会の決議に加わることを考慮すると、不正防止といったリスク管理面の貢献だけでは不十分だろう。CG向上の目的である企業価値の向上に対してより積極的な形で貢献することが期待されるが、取締役会の現場から聞かれる声はポジティブなものばかりではないようだ。企業的意思決定プロセス全体に関わるだけに解を見出だすのは容易でないが、CG向上を要求する投資家自身にヒントがあるように思われる。経営者が株主の資金を以って経営を行っているのと同様に、投資顧問会社等の機関投資家 (以下、投資家) は年金基金等のスポンサーからの資金を以って投資を行っているためだ。

以下、投資家の議決権行使の状況を概観した上で、投資家に対する年金基金の監督機能からの示唆を踏まえ、社外取締役の実効性について考察する。

## CG 向上の取り組み、機関投資家は一定の評価

主要投資家 27 社<sup>1</sup> に関し、取締役選任議案に対して反対或いは棄権した比率(以下、反対率)の推移を示す(図 1 及び 2)。平均値の推移を見ると(図 1)2010 年の 22.3%から 11 年の 24.1%に上昇した後はほぼ横ばいだ。個別企業の分布を見ると(図 2)、10 年は平均値が含まれる「20%~30%」が最も少ない 3 社にとどまるなど、バラツキが大きく全体像を把握し難い状態だった。当時は議決権行使が本格化する過程にあり、手探りに近い状態にあったと推察される。その後は徐々に収斂しており、直近では 40%超と「反対率の高い投資家群」6 社、10%以下と「反対率の低い投資家群」6 社、及び 20%~30%と「平均的な投資家群」10 社の 3 群に分けることができる。各投資家のスタンスは固まりつつあるようだ。

図 1. 取締役選任議案への反対率(平均値)

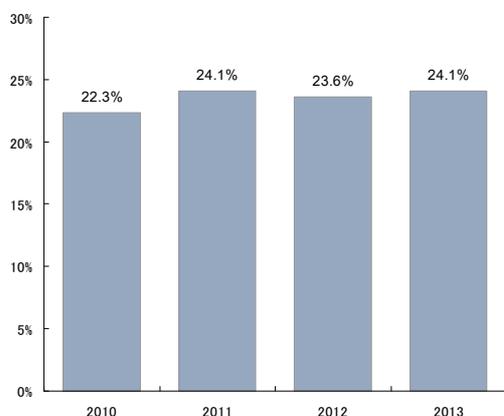


図 2. 取締役選任議案への反対率(社数)

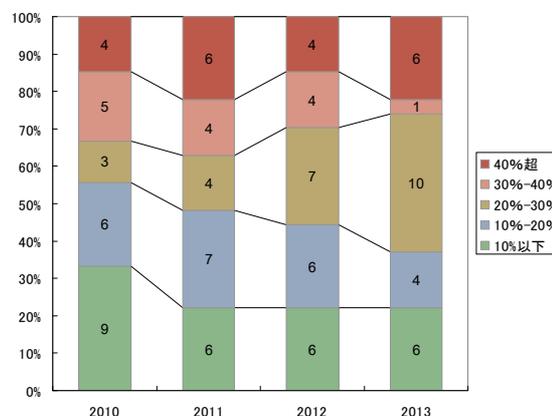
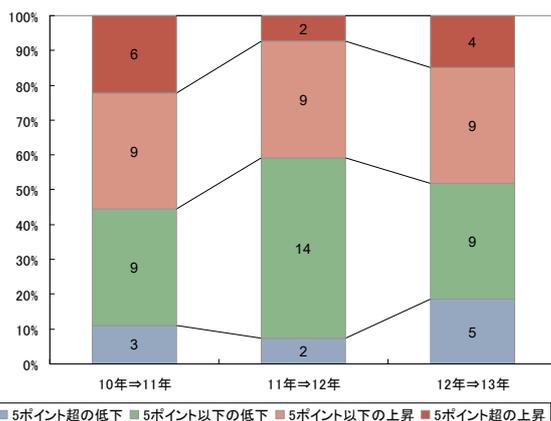


図 3. 取締役選任議案への反対率の変化(社数)



注：対象は注 1 参照。反対率には棄権含む

出所：各社 HP より大和総研作成

<sup>1</sup> 投資信託及び年金の運用残高上位各 20 社。議決権行使結果を開示していない場合、或いは親会社が事業会社の場合を除く。合併や投信/一任に分けて開示しているケースでは単純平均。投資信託は投資信託協会(2013 年 8 月末時点)、年金は年金情報(2013 年 6 月末時点)より。

反対率につき前年からの変化を図3に示す。10年から11年は上昇した投資家が15社と過半数を占め、5ポイント超上昇した投資家は6社に達している。12年は逆に過半数の16社で低下。但し5ポイント超上昇又は低下となった投資家は各2社にとどまり、小幅な動きとなっている。13年は上昇・低下が拮抗しているが、5ポイント超の上昇或いは低下となった投資家が4社及び5社と大きな変化も見られる。このような動きについては、以下のような解釈ができる。10年には手探りに近い形で議決権行使を行っていた投資家が11年には厳格に議案を精査するようになった結果、反対率が大きく上昇するケースが目立った。12年は企業側の対応が徐々に進む一方で投資家は前年同様のスタンスで対応したため、反対率は小幅ながら低下するケースが多かった。13年は議決権行使助言機関最大手のISS(Institutional Shareholder Services Inc.)が助言基準を厳格化した<sup>2</sup>ことを受けて一部の投資家がスタンスを厳格化したため、これらの投資家では反対率が大きく上昇した。一方で企業側の対応も進んだため、前年同様のスタンスで対応した投資家では反対率が低下し、中には大幅な低下となるケースも見られた。投資家がスタンスを厳格化するのには、企業側の対応が一巡したことを認めた上でハードルを一段上げる行為に他ならない。反対率が低下した投資家だけでなく上昇した投資家を含めても、企業側の対応に対して一定の評価をしていると言って良いのではないか。

## 社外取締役の実効性向上のヒントは説明責任

投資家は外部からCGを評価するため、その基準は社外取締役の人数等の外形的な要因に頼らざるを得ない。その評価が改善していることは前段で述べた通りだが、その実効性について現場から聞こえてくる声の中には、「重箱の隅をつつく」ような質問や「木を見て森を見ない」意見にとどまる、といった厳しい指摘が少なくない。背景には、適切な人材が十分でないことに加え、取締役会自体の運営面での対応の遅れがあるとかんがえられる。従前より、日本企業の取締役会は「生え抜き」の社内取締役（通常は業務執行を兼務）で固められ、経営の執行と監督を分離しない形で運営されてきた。今後、業務知識が豊富とは言えない社外取締役の実効性を高め監督機能を強化するためには、取締役会自体の在り方を見直すことが急務と言える。執行機能に関する意思決定は社内取締役及び執行役員をメンバーとする別の会議体に移管し、取締役会は監督機能に重きをおく方向に変えていく必要がある。

ここで問題になるのが、監督機能を中心とする取締役会の運営だ。従前、取締役会に諮っていた議案の中で執行機能に関する実務的な意思決定は別の会議体に移管するとして、残る議案に対して社外取締役はどのようなアプローチで取り組むことで監督機能を果たすべきだろうか。これについては、社外取締役の設置・増員を要求している投資家自身が参考になる。投資家による投資活動を執行機能、年金基金によるモニタリングを監督機能と位置付けると、株式会社における経営の執行と監督の分離の議論と平仄が揃うためだ(図4参照)。年金業界は年金資産の

<sup>2</sup> 社外取締役を選任していない上場会社に対して、経営トップ（会長、社長など）の選任議案に反対を推奨する等。詳細は「2013年6月株主総会シーズンの注目点(藤島裕三、2013/6/7)」を参照。

運用を巡っては数多くのトラブルを経験し、年金基金の監督機能について多くの議論が重ねられている。今日では一定のコンセンサスが形成されているから、株式会社における監督機能についても示唆を得ることが期待できる。



出所：大和総研作成

投資家<sup>3</sup>は年金基金から運用を受託する際に目標とする運用収益率を掲げるのが通常だが、それを保証することはないし、年金基金も短期的な運用の結果が不振だったとしてもすぐに資金を引き揚げることはない。運用の結果が目標を下回った場合に年金基金から損失補填を要求されるようでは投資家のビジネスが成り立たないし、実力のある投資家でも投資環境次第では結果が出ないケースも想定されるから、年金基金も短期的な結果だけで投資家を評価するわけにはいかないためだ。株式会社の経営において、短期的な経営結果だけで経営者の責任を追及するべきでないのと同様だ。そこで、年金基金による監督機能では長期的な運用の結果に加え、説明責任に重点を置いている。投資の結果ではなく投資判断を下すに至るプロセスに注目するのが特徴だ。投資開始前に年金基金は投資家に対して投資プロセス等について十分な説明を求める。投資開始後は定期的に報告を受けるが、ここで年金基金は投資家に対し投資の結果とともにプロセスについても説明を求める。投資家は事前説明通りのプロセスに則って合理的に投資判断を下したことを説明できれば、説明責任を果たしたことになる。

これを株式会社の経営に当てはめてみよう。経営者(社内取締役)は投資家、社外取締役は年金基金に相当準えることができる。社外取締役が説明責任を重視するアプローチをとる場合、経営者による経営上の様々な意思決定について結論自体ではなく結論に至るプロセスに注目することになる。経営者の説明を受け、合理的なプロセスに則り十分な検討を経て得られた結論と判断されるのであれば尊重すべきだろうし、そうでない場合には再検討を促すこともあり得るだろう。また、社外取締役自身の知見に基づき、一連のプロセスの中で検討が不足している要因等を見つけた場合には指摘することも重要な貢献と言える。一方で、仮に社外取締役が経営者の結論だけを採り上げて異論を唱えるようなことがあれば、執行と監督の分離という大前提を否定することにつながりかねない。年金基金が投資家に対して「A社ではなくB社の株式に投資せよ」といった形で投資判断自体に意見するべきでないのと同様だ。経営者に任せるべきところは任せ、監督するべきところについては説明責任を要求する、といったことになる。

説明責任を果たすには意思決定段階で合理的なプロセスを経ることが求められるから、経営

<sup>3</sup> 年金基金が運用を委託する信託銀行や投資顧問等は「運用機関」と呼ぶのが一般的だが、本稿では混乱を避けるため(機関)投資家に統一する。

者が Plan-Do-Check-Action (PDCA) サイクルをまわし易くする効果も期待できる。社外取締役の任務が明確になれば「重箱の隅をつつく」ような質問や「木を見て森を見ない」意見をする必要もなくなる。実際の対応については各企業の事情に応じて検討する必要があるが、検討に値するのではないだろうか。