

2016 年 2 月 10 日 全 11 頁

《実践》コーポレートガバナンス

企業が本格化する S S コード及び C G コードにどのように取り組むべきか

～カプコン小田副社長に訊く（後編）～

経営コンサルティング部

主任コンサルタント

遠藤 昌秀

[要約]

- 買収防衛策での国内の機関投資家との議論を通じて感じたことだが、国内の機関投資家が設けた形式基準のハードルが高すぎる例があり、そのことが S S コードにおける対話を妨げ、日本企業のガバナンスを向上させることに繋がらないことを危惧する。
- GPIF によるエンゲージメントの質的向上に繋がる動きは機関投資家に少なからず影響を及ぼすことになる。そのことで、機関投資家はエンゲージメントを強化する方向に向かうことになり、企業はその対応を迫られることになる。
- 金融機関が保有する政策保有株式の売却が進むことで、今後、敵対的買収の対象になるハードルがこれまでより低くなることが予想され、S S コード及び C G コードが本格化する 2016 年は、企業による IR 活動や SR 活動の充実だけではなく、買収防衛策の導入に向けた動きに改めて注目されることも考えられる。
- 昨今、企業のコーポレート・ガバナンス不全の問題が増えており、C G コードへの対応に懐疑的になる向きもある。しかし、それはコーポレート・ガバナンスが強化されていく過程でこれまで隠れていた問題が一気に顕在化したものと考えられ、企業がむしろ、C G コードを積極的に利用することで経営改革を実現する契機になる。

1. はじめに

筆者は、カプコンのコーポレート・ガバナンスの強化に向けた一連の取り組みは買収防衛策の再導入を目的とし、必要に迫られたものであったが、結果的には、CG コードを先んじて実践してきたものと考えている。

そこで、カプコンの小田副社長に、①同社が買収防衛策の導入に向けて取り組んできたこと、②上場企業から見た日本版スチュワードシップ・コード（以下、「SS コード」という）やコーポレートガバナンス・コード（以下、「CG コード」という）への対応にあたって考慮すべきこと、③オーナー企業におけるコーポレート・ガバナンスのあり方について、インタビューを実施した¹。

前稿²では、カプコンは成長戦略を実行していく上で買収防衛策を必要不可欠なものとして位置付け、経営改革の一環としてコーポレート・ガバナンスの強化に繋げてきたが、企業はステークホルダーにとって短期的にはマイナスの印象を与えがちな施策でありながらも将来のあるべき姿を真剣に議論し続けることでコーポレート・ガバナンスの質的向上に繋げていく必要があることを述べてきた。

本稿においても小田氏へのインタビューをベースに、企業が SS コードや CG コードにどのように取り組むべきかという点や昨今、オーナー企業を巡る様々な動向が伝えられる状況を鑑みて、オーナー企業を通じてコーポレート・ガバナンスのあり方について考えていくことにする。

なお、カプコンは2015年11月26日にコーポレート・ガバナンス報告書を東京証券取引所（以下、「東証」という）に提出し、その中で「コーポレートガバナンス・コードに関する当社の取り組みについて」を公表している。そして、同社は2016年6月開催予定の定時株主総会における定款変更の承認を条件として、監査等委員会設置会社に移行することを発表している³。

また、カプコン統合報告書（アニュアルレポート）2015⁴では、（取締役会や個別ミーティング、電話等の非公式な場での議論を含む）CG コードに関する同社内での議論や社外取締役と機関投資家との対話について議論の一部が掲載されている。本インタビューにおいて、カプコンが将来的な機関設計の姿をどのように考えていたのか、また、同社として初めての試みであるが、CG コードの補充原則 5-1①（図表 1 参照）に関連し、同社の社外取締役

¹ 本インタビューは2015年8月11日に実施したものである

² 遠藤昌秀「買収防衛策の導入は、経営改革やコーポレート・ガバナンスの強化に繋がるか～カプコン小田副社長に訊く（前編）～」(2015年12月22日)

http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20151222_010446.pdf

³ 「監査等委員会設置会社への移行に関するお知らせ」(2015年11月26日)

⁴ <http://www.capcom.co.jp/ir/data/annual.html>

と機関投資家との対話を実現した背景についても小田氏よりお話しいただいている。前稿及び本稿（以下、「本レポート」という）とカプコンの公表資料等を併せてお読みいただくとより理解が深まるものと思われる。

（図表 1）CGコード 補充原則 5－1①

（補充原則 5－1①）

株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである。

出所：東証「コーポレートガバナンス・コード」

2. 小田副社長へのインタビュー（後編）

（1）SSコードへの対応について

遠藤：小田副社長はSSコードの導入を昨年の買収防衛策の議案が否決されるに至った要因のひとつとして挙げられていましたが、投資家（株主）のスタンスにどのような変化が見られているのでしょうか。

小田：株主総会の議案への対応が厳しくなったと感じている。買収防衛策については国内の機関投資家の中でも様々な議論はあったが、以前は、ここまで反対することはなかったと思う。当社が2012年に買収防衛策を株主総会に付議した段階（議案は可決）までは、基本、買収防衛策には反対の方針であるが、個別議論の結果によって賛否を決める場合もあれば、事実上、形式基準のみで賛否を判断する機関投資家もみられた。2014年総会（同否決）と2015年総会（同可決）、さらには2015年総会以降の変化を見ると、形式基準を昨年から変化させた機関投資家や「買収防衛策」を一律の基準のみで判断しないと明言した機関投資家も見られるので、是々非々の議論ができる素地が整ってきていると感じている。

遠藤：投資家（株主）との対話を通じて、貴社の経営に変化を及ぼした点があったのでしょうか。

小田：カプコン（インタビュー中は以下、「当社」という）はこれまでもIR⁵活動が重要であり、十分に行ってきたと自負できる部分もあるが、議決権行使助言会社

⁵ Investor Relations：投資家向け広報

との対話を含むSR⁶活動の重要性についても社内での考えが一致してきたと思える。

また、個人的な意見ではあるが、議決権行使助言会社や国内外の機関投資家との議論は参考になった。投資家等から厳しい意見を投げかけられることもあったが、議案に反対であってもその論理が明快であり、納得できることも多かった。そのため、社内の説得もしやすく、経営に取り入れることのできる意見もあった。

遠藤：企業サイドから投資家に対して改善を要望される点はございますか。

小田：買収防衛策での国内の機関投資家との議論を通じて感じたことだが、国内の機関投資家が設けた形式基準のハードルが高すぎる例があり、そのことがSSコードにおける対話を妨げ、日本企業のガバナンスを向上させることに繋がらないことを危惧する。

（２）CGコードへの対応について

遠藤：CGコードへの対応についてお聞きますが、貴社には買収防衛策という具体的なテーマがあり、それに向けてこの1～2年で対応してきた結果がCGコードへの対応を先取りしてきたものと考えていました。

これからCGコードに向けた具体的な対応が行われると思いますが、これまでの蓄積があるのでそれをCGコードに落とし込んでいく形で進めていくことになるのでしょうか。

小田：そういう形になると思う。当然、当社の成長戦略展開に資するCGコードにしたいと考えている。

遠藤：社外取締役の守永氏が機関投資家とのミーティングに初めて臨まれたとのことですが、社外取締役と機関投資家とのミーティングを開催するに至った経緯、ミーティングを通じて得たもの、機関投資家からの反応についてお聞かせいただけますでしょうか。

小田：私は社外取締役の必要性を重要視している。会社の継続的な成長のために必要性は増すものの、そのためには、社外取締役の選任基準について会社側が具体的なものを持つべきではないかと考えており、機関投資家からそういう質問が出てくることを予想していた。このような機会を通じて、社外取締役の選定基準や社外取締役の役割に関する議論が醸成されることを願っていた。

⁶ Shareholder Relations：株主向け広報

しかし、初めて実施したこともあり、所期の目的を達したとはいえなかった。出席した機関投資家にヒアリングをしてみると、今回は初めてのケースであり、戸惑いがあったという意見を頂いた。出来ることなら今後も継続してほしいという意見が多かった。

遠藤：貴社の機関設計についてお聞きしたいのですが、貴社は現在、監査役会設置会社を選択しており、任意で社外取締役を委員長とする報酬委員会の他に業務監査委員会も設置しています。

指名委員会等設置会社や会社法の改正によって監査等委員会設置会社という選択肢もあるなかで、貴社は今後の機関設計をどのようにお考えでしょうか。

小田：監査等委員会設置会社についても研究している。監査等委員会設置会社が現時点で望ましいとすれば、取締役会決議により、経営の基本方針等一部の法定の事項を除き、重要な業務執行の決定を大幅に取締役に委任できることにあり、さらに社内の監査組織の一元化による監査機能の合理化を行えることにある。もうひとつは取締役の任期である。

(3) オーナー企業におけるコーポレート・ガバナンスについて

遠藤：小田副社長は三和銀行（現三菱東京 UFJ 銀行）に入行後、ユニ・チャーム、カプコン等で取締役を歴任され、ユニ・チャームでは高原慶一朗氏、カプコンでは辻本憲三氏の二人の創業オーナーの傍で仕事をされた経験をお持ちです。

両社は消費者を対象にするものの、生活用品と娯楽とビジネスの方向性は異なっていると思うのですが、高原慶一朗氏と辻本憲三氏には創業者としての共通点を見出すことはできるでしょうか。

小田：個性はそれぞれ違うが、お二人には共通項が2つ存在していると思う。一つ目は強烈な個性を持っておられるという点であり、二つ目は事業に対するこだわりが尋常ではないことです。事業への責任感は強烈なものを持っておられ、それは他の創業者も同じではないかと考えている。また、両氏とも事業を発展させていく段階で常に変化を求めてきたという印象を持っている。

会社は組織の長の器量によるものと言われているが、両氏ともステージを変えるべき局面が訪れた時期に必要な変化を的確に行ってこられている。

遠藤：変化をしないと企業の持続性が失われるということでしょうか。

小田：それが出来なければ、その企業は終焉を迎えている。高原さんも辻本さんもそれが見事に出来ておられ、おそらく10年単位で大きく変化されているのではないかとと思われる。私自身はこれまで変わらるであろうという時期を予見して

いるし、変わられたという時期もほぼわかる。

それは両氏とそのような時期に出会っており、私がたまたまその時改革を実行すべき立場にあったからだと思う。

構造改革とは過去を「否定」することであり、過去を是認しては構造改革というものはできない。創業者の凄いところは自分自身を変化できるところにある。巨大な組織では現任が前任をなかなか否定できない。両氏はものの見事にそれをやってのけられていると思われる。

遠藤：オーナー（経営トップ）の独善性によってその企業の経営が混乱するケースが見られるのは、変化が出来ず、結果的には間違った方向に向かったために上手くいかなかったことに繋がったのでしょうか。

小田：そうだと思う。但し、それを行うことは非常に困難を伴うことである。

遠藤：オーナーは強いこだわりを持ちながらも、変化が出来る器量があるかどうか企業が持続させる鍵を握ることになるのでしょうか。

小田：思い切った変化をするということは、勇気というか決断力というか説明がつかないものである。蛮勇という言葉が当たりかねないこともある。仮に、私自身がそのような立場に立たされたとしても出来ないのではないかと思います。

遠藤：創業者が次世代に経営を継承することは非常に困難を伴うものと考えますが、ひとつの考え方として、それを仕組み化していくという手法もあるのではないかと思います。その点についてはいかがお考えでしょうか。

小田：辻本会長が当社で今まさにそれを行おうとされている。色々なことを仕組み化し、それが出来れば、運用する人間がしっかりしていれば必ずうまくいくはずであると考えます。

15年3月期では成果が半分表れてきており、新しいタイトル（ゲームソフト）の開発が成功すれば、その仕組みは大丈夫ではないかと考えている。

遠藤：仕組みも形式的なものだけではなく、それを動かす人をきちんと選ぶ仕組みが機能しないとうまく運用できないのではないのでしょうか。

小田：取締役のメンバーがきちんと選任される仕組みは必要になってくる。

遠藤：貴社は今、辻本会長が経営の仕組みを作ることに取り組まれているとのことですが、こうした仕組みは創業者が経営に携わっている時期に作っておくべきなのか、それとも経営に携わらなくなってから必要とされ、できていくもののどちらでしょうか。

小田：創業者が不在になってからできるものではなく、いつでも仕組みを備えておく必要がある。

辻本会長は仕組みを残しておきたいという思いを強く持っておられると感じている。

3. 企業はSSコード及びCGコードにどのように取り組むべきか

SSコードが導入されてから2年も経過しておらず、上記のインタビューのような買収防衛策の議案以外でも、企業との対話を通じて議決権行使を行うための形式基準を変化させている機関投資家もある一方で、機関投資家が設けた形式基準のハードルが高く、企業と投資家との建設的な対話（以下、「エンゲージメント」という）を妨げているという声も聞かれる。

こうした中、一部報道⁷によると、年金積立金管理運用独立行政法人（以下、「GPIF」という）は、2014年に新たに設定された株価指数である「JPX日経インデックス400」を構成する企業（400社）を対象に、株式投資を委託する資産運用会社との対話の状況について調査し、その結果を資産運用の委託先を決定する際に重要な評価項目のひとつにするとのことである。

GPIFによるエンゲージメントの質的向上に繋がる動きは機関投資家に少なからず影響を及ぼすことになる。そのことで、機関投資家はエンゲージメントを強化する方向に向かうことになり、企業はその対応を迫られることになる。

その一方で、上場企業（特に3月期決算企業）の株主総会の日程が集中することや株主総会の招集通知の発送日から定時株主総会開催日までの日数が諸外国と比較して圧倒的に短いことも指摘されている⁸（図表2参照）。

（図表2）招集通知発送日から定時株主総会開催日までの日数（サンプル調査）

	日本	アメリカ	カナダ	イギリス	ドイツ	フランス
サンプル平均	21.1日	42.1日	45.0日	40.4日	42.1日	42.4日

出所：経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会 報告書（別冊）：基礎資料編＜2. 詳細版＞」より大和総研作成

⁷ 2016年1月5日付日本経済新聞

⁸ 小阿瀬達彦「株主総会招集通知」発送前のウェブサイト公表が急増した理由を探る」（2015年6月10日）
http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20150610_009811.pdf

企業側としては法的な問題や実務慣行によって上記について対応することに限界があるものの、機関投資家側からすると、株主総会の議案を検討するにあたり、形式基準において高いハードルを設ける要因でもある。そのため、一部の企業による対応だけでは劇的な改善を見込めず、企業はCGコードの原則1-2、補充原則1-2②、④（図表3参照）において言及されたことについて積極的な対応が望まれるところである（図表4参照）。

（図表3）CGコード 原則1-2、補充原則1-2②、④

（原則1-2）

上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである。

（補充原則1-2②）

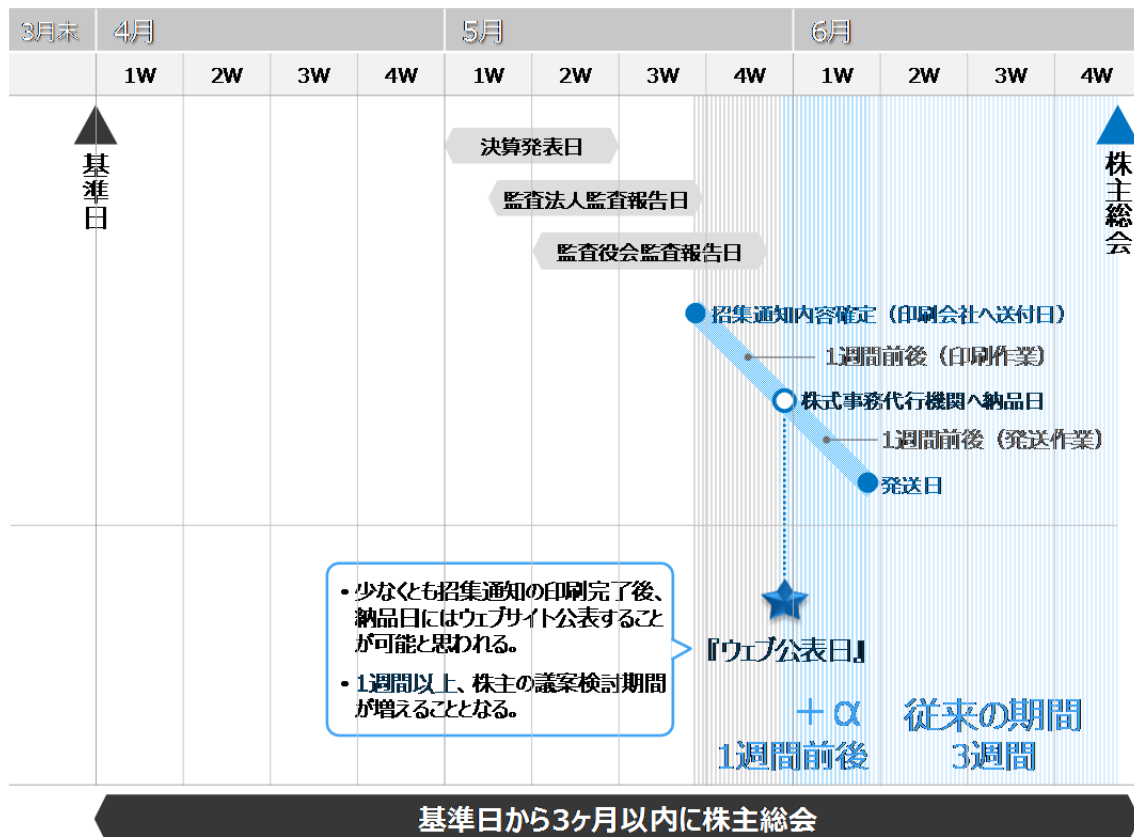
上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。

（補充原則1-2④）

上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである。

出所：東証「コーポレートガバナンス・コード」

(図表 4) 招集通知発送までのスケジュール例 (株主総会 3 週間前発送の場合)



出所：大和総研作成

また、SS コード及び CG コードが導入されたことによって、株主総会の議案に対する機関投資家の対応は、買収防衛策の導入に限らず、厳しくなっている。例えば、経営トップの取締役選任、社外取締役の選任、配当等の株主還元策が主なものとして挙げられる。

例えば、機関投資家の議決権行使に大きな影響力を持つと言われる議決権行使助言会社大手のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスーズ (以下、「ISS」という) は、2014 年 11 月に ISS 議決権行使助言方針 (ポリシー) を改定⁹し、過去 5 期平均もしくは直前期の ROE が 5% を下回る企業の経営トップ¹⁰の取締役の選任に関する議案について反対を推奨することにした。

こうした動きなどもあり、ROE が低い企業には、株主総会において経営トップの取締役選任に反対票を投じる動きが増え始めており、また、潤沢な現金を保有し、過大な自己資本を持つ企業には ROE の改善を目的に配当の増額や自己株買いなど株主還元策を強化するよ

⁹ http://www.issgovernance.com/file/policy/iss-policy-update-announcement_japanese.pdf

¹⁰ ISS によると、経営トップは通常、社長を指すが、会長や他の代表取締役が対象になることもある

う要求する動きも散見される。

社外取締役の選任については、ISS と議決権行使助言会社大手のグラスルイスが 2016 年の株主総会に向けて議決権行使助言方針の改定を行っている。ISS は取締役会の構成（複数名の社外取締役選任や買収防衛策の導入にあたり、社外取締役が取締役の 1/3 以上を占めることなど）、グラスルイスは社外取締役の独立性基準を重視している模様である¹¹。今後の株主総会における大きなテーマになるものと思われる。機関投資家が独自に設ける議決権行使の方針には、独立性の基準以外に取締役の選任基準を重視することも考えられる。

また、CG コードの原則 1-4（図表 5 参照）に基づき、みずほフィナシャルグループ、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループは政策保有株式（いわゆる持ち合い株式）の段階的な削減に踏み切る方針であることを既に公表している。上記の大手金融グループの動きに呼応するように、その他の金融機関においても政策保有株式の削減に向けた動きが徐々に増え始めていくものと思われる。

そのため、金融機関が保有する政策保有株式の売却が進むことで、今後、敵対的買収の対象になるハードルがこれまでより低くなることが予想され、SS コード及び CG コードが本格化する 2016 年は、企業による IR 活動や SR 活動の充実だけではなく、買収防衛策の導入に向けた動きに改めて注目されることも考えられる。

その意味では、本レポートにおいてカプコンが経営戦略の一環として買収防衛策の導入を位置付け、SS コード、CG コードへの対応に積極的に取り組んできた事例は多くの企業にとって参考にすべき点が多いのではないかとと思われる。

（図表 5）CG コード 原則 1－4

（原則 1－4）

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

出所：東証「コーポレートガバナンス・コード」

¹¹ 鈴木裕「2016 年株主総会向け議決権行使方針動向」（2015 年 12 月 7 日）
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20151207_010404.pdf

4. 最後に

2015 年はコーポレート・ガバナンス元年と言われた一方で、オーナー企業におけるコーポレート・ガバナンス上の問題が取り沙汰されることの多い1年であったと考えている。

そうした背景もあり、小田氏がユニ・チャームなど同社以外のオーナー企業で取締役を歴任されてきたことからオーナー企業におけるコーポレート・ガバナンスにあり方についてインタビューさせていただいたが、そこで得られた筆者の考えは以下のとおりである。

それは、オーナー企業では最初のステージにおいて、創業者自身の変化をし、自己否定することでガバナンスを機能させていくが、創業者自身では対処できないステージに差し掛かった段階で外部から登用した人材を活用し、最後のステージに、経営の仕組み化を図ることでマネジメントの交代後も経営体制に大きな変化を生じさせないようにする。

経営の仕組み化とは、単に会社の機関設計だけにとどまらず、取締役の選任基準や高度な経営判断を必要とする重要事項の決定方法などあらゆる仕組みを連鎖させることを意味している。

CG コードが導入されてから、オーナー企業以外の大企業でもコーポレート・ガバナンス不全の問題が増えており、CG コードへの対応に懐疑的になる向きもある。しかし、それはコーポレート・ガバナンスが強化されていく過程で、これまで隠れていた問題が一気に顕在化したものと考えられ、企業がむしろ、CG コードを積極的に利用することで経営改革を実現する契機になる。

最後に、本レポートの作成にあたり、長時間にわたるインタビューを快くお引き受けくださった株式会社カプコン副社長の小田民雄氏をはじめ、本件にご尽力いただいた総務部長の山城紀之氏、秘書・広報 IR 部長の田中良輔氏及び小田氏の秘書である経営企画部経営業務チーム長の新里美樹氏に深く感謝申し上げたい。

— 以上 —