

# CGBP研究会報告

大和総研経営戦略研究所は、日本コーポレートガバナンス研究所（J C G R；若杉敬明理事長）と共同で、コーポレートガバナンス・ベストプラクティス（C G B P）研究会を運営している。わが国の先進的な企業（約20社）から実務家を募り、ガバナンス全般を論じる全体会、個別テーマを掘り下げる分科会にて、活発な討議を実施している。

7月10日（金）開催のCGBP研究会において、大和総研経営戦略研究部の鈴木裕主任研究員が「企業統治改革の方向」と「2009年株主総会の概況」をテーマで報告を行った。

「企業統治改革の方向」では、本年4月から6月にかけて経済産業省「企業統治研究会」、金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」、東京証券取引所「上場制度整備懇談会」などによるコーポレートガバナンス改革に関する提言を取り上げて討議した。

報告者からの説明は次のようなものであった。

- ◆社外役員について、日本の会社における取締役の選任に関して、①社外取締役の独立性を強化する、②社外取締役の選任を義務付けるという二つの課題が指摘されており、特に①の点が重視されている。
- ◆第三者割当の法規制の状況と実際に生じている様々な事例を踏まえると、持分的利益を保護するかどうかということと、情報開示を充実させるべきかという問題があることが指摘されている。
- ◆株式持合いについて、その目的と効果を株主に対して説明するように求められる

方向にある。

- ◆株主総会の決議の成否だけでなく、投票の賛否数まで公表するべきであるという方向が示されていることと、機関投資家の投票結果の公表についても検討されている。

参加メンバーからは、新たな制度が法令ベースとなるのか、業界ルールとなるのかという疑問が出された。また、民主党が政権を得た後のコーポレート・ガバナンス改革の行方について関心が示された。

「2009年株主総会の概況」の報告要旨は次のようなものであった。

- ◆東京証券取引所の集計では、集中率が微増し、分散開催の進展がとまった。
- ◆土日の開催が微減し、有職の個人投資家には参加機会が減少したとも言える。
- ◆多くの会社で過去最多の参加者があった。個人株主の増加と経済危機への対応への関心が高まったことによるものと思われる。
- ◆定款変更議案が否決される例があったこと。

- ◆海外ファンドによる株主提案が、07、08年に比べると減少しているものの、06年以前の状況に戻ったに過ぎない。
- ◆金融庁・東京証券取引所などが検討している株主総会結果公表を行う会社が急増した。
- ◆議決権行使助言会社の反対投票推奨に反論する会社が数社見られた。

メンバーからは、株主総会の投票結果を確定するための実務的な困難について意見が出された。

引き続き8月7日(金)開催のCGBP研究会において、大和総研経営戦略研究部の藤島裕三主任研究員が「日本企業のコーポレートガバナンス」と「2009年株主総会シーズンを終えた論点整理」をテーマに報告を実施し、活発なディスカッションが行われた。

最初のテーマ「日本企業のコーポレートガバナンス」は、JCGRが実施しているJCGIndex調査のデータを過去3年間にわたり分析することで、わが国リーディングカンパニーのガバナ

ンス実態を把握しようとするものである(上位企業については図表参照)。

これについて報告者からは、以下の諸点が提示された。

- ◆重要視する業績指標としては、会計上の利益(営業利益、経常利益など)を用いる慣行が根強い。その中でROE(自己資本利益率)の採用企業が着実に増加している。
- ◆経営トップの業績評価は、定量的な評価が行われていないなど、不透明な部分が未だに多い。報酬の業績連動部分については、40%程度がスタンダード化している模様。
- ◆平均的な取締役会の規模は10人前後で、近年は同水準でほぼ落ち着いている。ほとんどの企業でCEOが取締役会議長を兼任している状況についても変化は見られない。
- ◆社外取締役は複数選任が進展しており、独立性も着実に高まっている。もっとも経営上のアドバイスを期待している企業が多く、

図表：JCGIndex調査 ベストテン企業の推移

(\*)は委員会設置会社

2006年		2007年		2008年	
1	野村HD(*)	1	東芝(*)	1	東芝(*)
2	東芝(*)	2	大和証券G本社(*)	2	大和証券G本社(*)
3	日興コーディアルG(*)	3	オリックス(*)	3	スミダコーポレーション(*)
4	大和証券G本社(*)	4	帝人		ソニー(*)
5	スミダコーポレーション(*)		イオン(*)		イオン(*)
6	オムロン	6	ニッセンHD	6	双日
7	エーザイ(*)		コニカミノルタ(*)	7	オムロン
	新生銀行(*)		ソニー(*)		帝人
9	帝人	9	りそなHD(*)		ニッセンHD
	ソニー(*)		ベネッセコーポレーション	パルコ(*)	
				スミダコーポレーション(*)	ベネッセコーポレーション

株主重視の視点には不十分な感がある。

- ◆監査役設置会社が任意で指名または報酬委員会を設置する事例は着実に増加している。もっとも全体の割合としては3・4分の1と、導入例は未だ少数派に止まっている。
- ◆各種ステークホルダーの中でも、顧客が最も重視されている。イメージとしては「顧客重視=目的」「株主重視=結果」「従業員重視=手段」と多くの企業が捉えている。

メンバーからは、ガバナンスを向上させる目的の下で、社外取締役の独立性を厳しく求め過ぎることに疑問が呈された。また取締役会議長の役割について、ガバナンスの観点から見直す必要性が提起された。内実の伴ったガバナンスを志向する現われと見られる。

次のテーマ「2009年株主総会シーズンを終えた論点整理」は、買収防衛策と議決権行使の結果開示にトピックスを絞り回顧するものである。今総会シーズンにおける両トピックスの取り上げられ方は、株主の注目点が変わってきていることを象徴的に示している。

これについて報告者からは、以下の諸点が提示された。

- ◆買収防衛策の新規導入は完全に一巡した。今後は既導入企業の継続/変更/廃止が中心となる。株主を意識して変更するか、廃止でより強力に訴えるか、選択が問われる。
- ◆防衛策関連の議案について、機関投資家は原則反対に転じる流れにある。今後の焦点は取締役選任議案に対する防衛策のマイナス影響を如何に減じるか、に移行しよう。
- ◆買収防衛策ひとつの判断で、取締役選任

議案に反対されるとも考えにくい。ただし業績不振、取締役会構成、株式持ち合いなどと併せて、否定的に見られるおそれはある。

- ◆取締役選任議案の否決リスクは限定的でも、議決権行使結果が開示されるならば、少なからず経営に影響が出よう。来総会シーズンには何らかのルール化が予想される。
- ◆中期的には米国同様、取締役選任議案が株主総会のシンボリックな議案となろう。否決リスクにつながる要因に対しては、漸次的な対応・対策を進めておくべきである。

メンバーにおいては特に、議決権行使の結果開示について、高い関心が示された。今総会シーズンを前に検討したものの、特定の取締役候補者に配慮するなどで見送った例が紹介された。また補欠監査役に対して独立性を厳しく問うことに対する疑問も呈された。

座長の若杉JCGR理事長からは、JCGIndex調査のデータを一層活用した、ガバナンスとパフォーマンスの相関性分析に対する期待が表明された。社外取締役の独立性については、各社が確固たる基準を備えた上で、株主に積極発信すべきとの指摘がなされた。

#### ■ 執筆者

鈴木 裕 (すずき ゆたか)

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員  
専門：コーポレートガバナンス、投資家行動

藤島 裕三 (ふじしま ゆうぞう)

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員  
専門：コーポレートガバナンス、IR