

2015年12月15日 全4頁

# 企業と投資家の対話：何をどう話すか？

## 日本のフォローアップ会議の動向と米英における対話状況

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 金融庁と東京証券取引所が共同事務局となって「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が運営されている。
- 企業と投資家の対話を活性化させるための支援策の検討は、日本のみならず、他国でも行われている。
- 米国機関投資家評議会では、対話の活性化に向けた検討が進められており、2015年12月に一応の成果物が発行された。これによれば、米国の機関投資家の最大の関心は、企業の経営戦略に置かれているという。
- 英国では、対話の進展に関連して年報が作成されている。英国における対話の中心的なテーマは、企業業績であるとされている。

### 企業と機関投資家の対話に向けた政策的関心の高まり

2015年9月から金融庁と東京証券取引所が共同事務局となって「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」<sup>1</sup>（以下、FU会議）がおよそ月に一度のペースで開催されている。このFU会議は、6月30日の閣議決定<sup>2</sup>で「上場企業と株主との間の対話がコーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神にかなった形で円滑に行われていくよう、取引所と連携して全般的な状況の把握を行い、その結果を公表する。また、スチュワードシップ・コードについても、その趣旨等に関する機関投資家等の十分な理解に基づき運用が定着していくよう、機関投資家によるコードの受入れ状況を把握・公表するとともに、必要に応じて機関投資家等に対するメッセージを発出する。」とされたことを受けて設置されたものである。

<sup>1</sup> 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」  
<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>

<sup>2</sup> 首相官邸 閣議決定『『日本再興戦略』改訂2015—未来への投資・生産性革命—』（H27.6.30）  
<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/>

FU 会議では、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの実施・定着状況のフォローアップとして次の3点を検討課題としてあげている。

- ・形式だけでなく、実質を伴ったものとなっているか
- ・ガバナンス体制の強化が経済の好循環につながっているか
- ・企業と投資家の対話が建設的な形で進んでいるか

これまで（12月14日時点）に、FU 会議は3回開催されている。第二回会合では独立社外取締役の選任や独立性の実態、各種会社形態の中での委員会設置の狙いやその状況についてレビューされた。第三回会合では、株式の持ち合いや政策保有の解消に向けた取り組みが中心的な検討課題となった。

今後、回を重ねる中で様々な課題が取り上げられるだろうが、FU 会議の中で、「政策保有株式の削減を望む声が（中略）圧倒的であった」<sup>3</sup>との見方が紹介されていることから、機関投資家の関心は、政策保有の合理性の説明や今後の解消方向について強い関心があるように推測できる。また、今回のFU 会議同様に金融庁と東京証券取引所が共同事務局となって策定されたコーポレートガバナンス・コードが、独立社外取締役の複数選任を求めているのだから、これに上場企業がどのように対処しようとしているかが、真っ先に検証されたのは、当然といえば当然であろう。

## 米国では企業戦略への関心が強い

企業と投資家の対話をより実りあるものにしようとする検討は、日本だけで行われているわけではない。米国の機関投資家評議会（Council of Institutional Investors=CII）は、2015年7月に、機関投資家と企業の対話をいかにして活性化させるかを議論する会議を開催しており、その成果物を12月に公表している<sup>4</sup>。

対話を活性化させるための視点を4つに分けて記している。対話の時期については、年間を通じて対話を行うべきであり、株主総会シーズンに限るべきではないとしている。対話の参加者については、参加者は適切に選択されるべきであるなど、おそらく世界のどの国でも、投資家と企業が対話を行う上で、共通しているだろうと思われる考え方が示されている。こうした当然の事実を確認しながら対話の活性化の方策を探っているが、結論が出しにくいものも多いようである。例えば会社側からの参加者について、取締役よりも担当社員から話を聞く方が有益という意見があれば、取締役の参加を求める方が、会議は実りあるものになるはずだという意見もある。

<sup>3</sup> 「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（第3回）配布資料3 参考資料2 <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20151124/07.pdf>

<sup>4</sup> “CII INVESTOR-COMPANY ROUNDTABLE Effective Engagement” (December 2015)  
[http://www.cii.org/files/about\\_us/press\\_releases/2015/12\\_7\\_15\\_Investor\\_Company\\_Roundtable.pdf](http://www.cii.org/files/about_us/press_releases/2015/12_7_15_Investor_Company_Roundtable.pdf)

図表 1 米国 CII の公表した対話の活性化策の概要

時期	対話は年間を通じて行うべきであり、株主総会シーズンに限定されない。 株主総会議案書類が発行される前の数カ月間は特に重要だとの意見がある。
対話の相手方	投資家側の対話参加者は、かつては大株主に限られることが多かったが、現在はその範囲が広く深くなりつつある。 会社側からは、機関投資家内部のガバナンス・議決権行使セクションと投資セクション（ポートフォリオ・マネージャ）の両者の参加を望む意見がある。 会社側の参加者は、現場の担当者が望まれる場合もあれば、取締役との対話が有効な場合もあるという、両方の意見がある。 取締役の参加を投資家側から要求されることはほとんどないという会社側の意見がある。 一方、会社側にも取締役の参加は有益だという意見の持ち主もいる。また、かつては会社側から財務担当者が参加することはあまりなかったが、最近その状況は変わりつつあるという意見がある。
対話のトピックス（テーマ）	対話のテーマは株主総会議案関係に限定すべきではない。 企業の経営戦略が中心的な課題である。また、その経営戦略に相応しい報酬体系やガバナンス体制が設けられているかも、経営戦略を理解する上で重要である。
対話の準備	参加者は、対話の準備をしてから対話に臨むべき。 事前に参加者とテーマを明確にしておくことが良質な対話を実現するという意見がある。 機関投資家の株式保有量を知ることが対話を有意義なものにすると企業側は考えている。 機関投資家の議決権行使方針を事前に知っておくことは有意義である。

（出所）脚注 4 をもとに大和総研作成

対話のテーマについては、経営戦略（strategy）が中心である。ガバナンス関係の対話は、企業価値の維持向上を図るために適切な対応ができているかを問うものであるという。経営者の報酬やガバナンス体制は、それ自体が目的ではなく、最重要のテーマである経営戦略の実現策を評価するという視点からの関心であろう。

## 英国においても経営実績が重要視される

コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードを日本に先駆けて 2010 年<sup>5</sup>に策定した英国では投資協会（Investment Association）が、英国スチュワードシップ・コードに署名した機関投資家の行動に関して調査を行って、年報を発行している。

2015 年 6 月にまとめられた年報<sup>6</sup>には、2014 年 9 月末時点の機関投資家行動について記されている。これによれば、機関投資家が最も頻繁に対話のテーマにするのは、経営者の報酬であり、最も重要な対話のテーマだと考えているのは、企業の経営実績（Corporate Performance）であるという。英国では、経営者報酬に関する議案を株主総会に上程して、株主の賛否を問う Say On

<sup>5</sup> 英国では、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードのもととなる統合規範（Combined code）が、1998 年に策定されている。

<sup>6</sup> The Investment Association “Adherence to the FRC’s Stewardship Code”

<http://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20150526-fullstewardshipcode.pdf>

Pay が以前から実施されていたが、投票結果が拘束力を持たない勧告的決議であった。これが、2014 年から決議に拘束力を持たせるようになったため、改めて機関投資家からの関心を集めたようである。

FU 会議に見るように、わが国では、対話のテーマとして社外取締役の独立性や株式の政策保有・持ち合いに関心が集まるが、これはおそらく他国には見られない現象であろう。米英においては、企業の経営戦略や経営実績が対話の重要テーマとなっているが、投資家の関心の中心が株価動向にあることを考えると、こちらの方が自然であるように思える。

図表 2 英国における投資家と企業の対話

(重要度、頻度の順位)	最も重要な対話のテーマ		頻繁に扱う対話のテーマ	
	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年
企業業績	1	—	2	—
指導力-取締役会議長/CEO	2	2	3	3
企業の文化と戦略	3	1	4	2
取締役会・委員会構成/後継計画	4	3	5	4
経営者報酬	5	4	1	1
株式発行を含む資本構成	6	9	6	10
環境/社会問題	7	8	7	7
リスク管理/選好	8	7	10	8
M&A	9	5	8	6
コーポレートアクション及び組織変更	10	6	9	5
会計報告、監査、監査入札制	11	10	11	9
健康と安全	12	—	12	—

(出所)脚注 6 第 20 表および第 21 表をもとに大和総研作成