

【投資家フォーラム 第1・2回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：企業によるコーポレートガバナンス・コード対応への投資家の評価と期待

日時：①2015 年 7 月 9 日 18:30-20:30

②2015 年 8 月 6 日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：①35 名、②26 名

目的：

- コーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）に向けた開示の方法、投資家からみて良いと考えられるコンプライまたはエクスプレインの取り組み、わかりやすいと考えられる例を抽出して公表する。
- “ベストプラクティス” が一人歩きし、ひな型となって他社が形だけ真似をする、という事態は避けた。その観点から、様々な開示形式やエクスプレインの仕方について、“これも良いし、あれも良い” というような多様な好例を見つけて提示する。
- また、不足している点や不満な点を指摘するだけでは各企業独自の取組みに萎縮効果をもたらしかねない。CG コード対応初年度だということもあり、良い例に焦点を当てる。

以下では、投資家フォーラム 第1・2回会合にて参加者から提出された主な意見をなるべくそのまま列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。本報告書において参照したコーポレート・ガバナンス報告書およびコーポレート・ガイドライン等は、いずれも 8 月 12 日時点で公表されているものである。

I 東証「改正規程」に基づいたコーポレートガバナンス報告書全般について

1. 開示形式・構成

- コーポレートガバナンス報告書（以下、CG 報告書）の中には、CG コードの各原則に基づく開示項目への参照リンクが多く、且つリンク先を参照しないと完結しないものがあるが、これは読みづらい。
- CG 報告書に記載のリンクへ容易にアクセスできない場合や、リンク先の情報が CG コードに対応する内容ではなく単に適時開示の通知である場合がある。このような場合、該当する情報の記載箇所を探すことにエネルギーと時間を要し、また折角、リンク先で経営理念などを紹介していてもそこへ効率よく辿りつくのが大変だ。

- CG 報告書は東証 HP 上の「東証上場会社情報サービス」で過去 5 年分の更新履歴が閲覧できるが、「コーポレート・ガバナンス情報サービス」では検索できず不便が残る。また、CG 報告書以外の文書をリンクで参照している場合にも、リンク先の文書を企業側が自主的に保存・開示して、更新履歴および更新前の文書へのアクセスが担保されることが望ましい。
- **大東建託**はリンク先「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 CG コード 73 原則全てについて記載があり読みやすい。**オムロン**もリンク先が「オムロンコーポレート・ガバナンスポリシー」一つだけで、こちらも開示のアプローチとして一考に値する。
- 一部重複するが、他にも様々な良い事例がある。
 - CG 報告書に詳細記載、一冊で完結している：例) **エーザイ**
 - CG 報告書に詳細記載（順序を変え体系的に整理）、一冊で完結している：例) **花王**
 - 独自ガイドラインへの一括誘導：例) **オムロン**
 - 独自ガイドラインへの一括誘導と報告書記載併用：例) **大和ハウス工業、大東建託、アサヒグループ・ホールディングス**
 - 尚、一括導入・報告書記載併用型の上記 3 社は、CG コードで対応する原則の番号を付記しており、便利だ。
- 海外投資家の持株比率が 10%未満と低いので招集通知等の英訳版は作成せず、同比率が 20%以上になったら作成する、とする会社があった。鶏と卵ではないが、英訳がないといつまでも海外投資家の持株比率が増えないという考え方もできるのでないか。

オムロン：コーポレート・ガバナンス報告書

【コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示】更新

- ・当社は、2015年6月28日開催の取締役会において、「オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー ―持続的な企業価値の向上に向けて―（以下、ポリシー）」を制定しました。本ポリシーは、2015年5月に改定した「企業理念」の精神、および、すべてのステークホルダーに対して、事業を通じて企業理念を實踐していくための経営の姿勢や考え方を宣言している「経営のスタンス」に基づいており、持続的な企業価値の向上を實現するために制定いたしました。
- ・「オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー ―持続的な企業価値の向上を目指して―」は、当社ウェブサイトに掲載しています。
URL: http://www.omron.co.jp/ir/keiei/pdfs/20150623_governance_policies_j.pdf
- ・当社は、コーポレートガバナンス・コード(以下、コード)の趣旨・精神を尊重しており、「オムロン コーポレート・ガバナンス ポリシー」(※)において、当社のコーポレート・ガバナンスの体制や取り組みが、コードに制定されている「特定の事項を開示すべきとする原則」を含む諸原則について、すべて実施していることを示しています。
- ・コードに制定されている諸原則に対する実施状況については、「コーポレートガバナンス・コード実施状況表」P17をご参照ください。

大和ハウス工業：コーポレート・ガバナンス報告書

これらの実践のため、当社が具体的に取り組むべきことを明確にすること、ならびに株主の皆様への説明責任を果たすため、「コーポレートガバナンスガイドライン」を制定し、当社ホームページにて公表しています。
 ≪コーポレートガバナンスに関するホームページURL≫
<http://www.daiwahouse.com/ir/governance/index.html>
 ≪コーポレートガバナンスガイドライン≫
<http://www.daiwahouse.com/ir/governance/pdf/guidelines.pdf>

大和ハウス工業：コーポレートガバナンスガイドライン

第I章 総則

(目的)

第1条 本ガイドラインは、大和ハウス工業株式会社（以下「当社」という。）が、創業精神に基づき、次に定める「企業理念（社是）」ならびに「経営ビジョン（心を、つなごう）」の実現を通じて、企業価値を向上させ、社会に必要とされる企業グループであり続けるため、社会やグローバルな経営環境に適合した最良のコーポレートガバナンスを実現することを目的とする。

[2-1]

2. 当社は、企業理念、経営ビジョンならびに社員憲章から構成される理念体系に基づき「企業倫理綱領」を定め、当社役職員は行動原則としてこれを実践する。

[2-2]

大東建託：コーポレート・ガバナンス報告書

【コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示】更新

当社では、コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示事項を含め、基本原則・原則・補充原則の各73原則すべてに対する当社の取り組み状況や取り組み方針について、「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」として、次の当社ホームページに掲載しております。

また、「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」の英文を当社英語版ホームページに掲載しております。

・「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」：<http://www.kentaku.co.jp/corporate/ir/governance/top.html>

・「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」(英文)：<http://www.kentaku.co.jp/e/ir/library.html>

大東建託：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

第1章 株主の権利・平等性の確保

【基本原則1】

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

当社は、全ての株主に対して実質的な平等性を確保するとともに、株主の権利の確保と適切な権利行使に資するため、ポジティブまたはネガティブであるにかかわらず、速やかな情報開示を行っています。

また、株主の権利を確保し、株主との共同利益を向上させるため、経営の意思決定・監督体制と業務の執行体制を明確に分離させています。加えて、複数名の社外取締役を選任し、意思決定と監督機能の強化を図り、コーポレートガバナンスが十分に機能する体制を整備しています。

【原則1-1 株主の権利の確保】

上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである。

当社は、全ての株主に対して実質的な平等性を確保するため、積極的な情報開示や円滑な議決権行使ができる環境の整備などに努めています。

2. コンプライまたはエクस्पライン

- 内容がほぼ同じであるにもかかわらず、コンプライの実施状況説明としている場合とエクस्पラインの説明として位置づけている場合があり、困惑する。例えば、議決権行使基準の開示についてコンプライすると記載しながら、“総合的に判断”など実質的に基準の開示がないと思われる場合がある一方、**大東建託**はエクस्पラインとして記載している。疑う余地なくコンプライである場合以外は、正面からエクस्पラインすべきだろう。率直な開示姿勢の方が信頼できる。投資家が求めているのは、コンプライ項目の数ではなく、対話のきっかけや材料となる企業の考え方の開示だ。
- 先行する海外でも必ずしも説得力のあるエクस्पラインがなされているとは限らない。このような現状に対して、きちんと書かなければペナルティや低評価を与えるなどの議論も出ている。我々はそういう方向に行きたいかどうかを慎重に考えるべきだ。投資家フォーラムとしてはむしろ対話をするのが大事だという方向性を出したい。
- 英国でも多くの企業が説明の煩雑さを避けコンプライに走ってしまっている。これは投資家の期待に沿っているとは考えられない。
- **三菱 UFJ フィナンシャル・グループ**は全項目コンプライだが、グループ会社の**三菱 UFJ リース**は実施していない項目 3 件、実施予定ながら未実施の項目 8 件、合計 11 件をエクस्पラインとしている。現状で対応していないことについて正直にコンプライしていないとしている。グループ内でも安易に追従しない姿勢は信頼に値し評価できる。

3. 意義：投資家に対するポリシー・コミュニケーションの一環としての情報発信、アピール

- CG 報告書は、IR の目的、すなわち投資判断のための情報源としても有用だ。そのような利用法を促進するためには、CG 報告書の記載内容について投資家が適切に理解・反応することも重要で、それにより企業側の行動が変わることが期待できる。
- 単なるガバナンスの報告書として使うのではなく、IR の一環として、自分たちの会社を投資家にアピールするために活用する、という意識がある会社は、読み手にまでそれが伝わる。私たちの期待はまさにこういうところにある。IR の一環として投資家へのアピールをするという姿勢が大事だ。
- 統治形態の改善によって、自ら経営をより強化するというメッセージも大事だ。
- **エーザイ**は、CG 報告書、IR の現場や IR 資料を有機的につないでいる印象だ。
- **亀田製菓**は実施しない理由を自分の言葉で書いていることが印象に残った。この会社に関心に行きたいと思った。投資家に関心を持つきっかけになるように CG 報告書を使うという利用法もあるのではないか。
- 読んで面白かったから面談を申し出たといった事例があると、企業としても投資家獲得のために前向きな取り組み姿勢になるはずだ。このような投資家からの側面支援は必要だ。そうでないと、せっかく導入された CG コードが、コンプライアンスの道具として使われるだけになりかねない。
- CG 報告書の内容だけで納得できなくても、議論のきっかけになり、それを基に企業と話していろいろな方向から意見交換し互いの理解を深めることが大事。機関投資家として個別に企業に会う際に、時間を有効に使える。

- 読んだだけで全てがすっきりわかることを求めるとしたら企業にはハードルが高い。そこまで高い水準の開示は求めている。しかし、少し踏み込んで書いてもらえると、個社の事情もわかり対話のきっかけにもなる。
- 投資家が CG 報告書を読み、株主価値に結びつけた質問をすることが重要だ。

4. 視点：現状追認でなく、自社のあるべき姿の意識

- 企業が消極的・表層的なコンプライに走らず、きちんとエクスプレインできるような環境が大切だ。
- 記載内容を読んで仮にあまり評価ができなくても、これをきっかけに企業が自社に相応しい姿をどのように考えているかを聞いてみたいと投資家が思い、1対1のミーティングなどを通じて理解・納得が得られればいいのではないかな。
- 今やっていることをそのまま書くだけという企業もあるが、CG 報告書の記載にあたって、何をどう改善したか、または、今後どう改善していくかということが大切。投資家との話し合いを通じて、より改善していくという流れができると良い。

5. 独自性

- 独自性は重要。一方で、他社と瓜二つの例も見受けられる。
- 海外投資家比率が 20%以上になったら英語での開示をするとしていた企業が複数あったが、同じ表現だった。おそらくアドバイスするところがあるのだろう。同じ文言が大量生産されるのは好ましくない。
- 一般論や汎用型の文言だと当該企業との議論のポイントが定まらない。
- 経営理念と紐づけて書いているオムロンやエーザイなどは独自性がわかり良い。
- 亀田製菓は独立社外取締役のみを構成員とする会合を設置しない理由について説明している。社外のみで会合を設置するマイナス面について、自社の考え方を書いている。一理あると思わされる。会社と面談するときの議論のきっかけとしても有用だ。
- スタートトゥデイは社外取締役の人数などについて自分の言葉で書いている。内容の是非はさておき、自社の考え方を正面から明らかにする姿勢は評価できる。
- ニックターは自社の保有する株式がどういう会社で、何故保有しているかを書いていてユニークだ。

亀田製菓：コーポレート・ガバナンス報告書

【補充原則4-8-1 独立社外取締役の有効な活用】

当社は、次の理由から「独立社外者のみを構成員とする会合」を設置しないことといたします。

- ・「独立社外者のみを構成員とする会合」は、取締役のうち社外取締役の人数が少なく、当該意見が反映されづらい環境を是正するために有効と考えますが、当社は社外取締役を4名選任しており、発言しやすい環境にあると考えます。
- ・社外取締役はそれぞれ卓越した知見をもっており、それを個々に発揮することが求められていますが、「独立社外者のみを構成員とする会合」を設置することにより、ある種の共通認識が形成され、当該認識に対する反対意見を述べづらいなど、その独立性を弱める可能性があります。
- ・社外取締役に対し、当社の重要会議の議事録・報告等を同じ分量・内容で提供し、個人によってばらつきが出ないようすることで、認識の共有は十分に図られると考えております。

【補充原則4-8-2 独立社外取締役の有効な活用】

当社は、次の理由から「筆頭独立社外取締役」を定めませんことといたします。

- ・「筆頭独立社外取締役」を定めることで、独立社外取締役間の序列意識、筆頭者への依存する意識を醸成する可能性があります。
- ・社外取締役はそれぞれ卓越した知見を有しており個々にその持ち味を発揮することが求められていることから、必ずしも社外取締役間で意見が統一される必要はないと考えます。

スタートトゥデイ: コーポレート・ガバナンス報告書

【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】

当社は、社外取締役1名、社外監査役3名が在籍しておりますが、当該社外役員全員を独立役員として登録しております。社外取締役は1名ではありますが、社外取締役独自の外的な視点から各取締役や監査役、経営陣等と頻繁に意見交換を行っており、現段階において当社の独立社外取締役としての責務を十分に果たしております。加えて、監査役により法令上与えられた権限執行が随時なされていることから、社外役員4名で十分に経営の監視及び監督は機能できるものと考えており、現時点で社外取締役を増員する必要はないと考えております。ただし、今後当社を取り巻く環境が変化することで、社外取締役を増員する必要性が発生する可能性もあり、必要に応じて候補者の選任を検討してまいります。

II 原則 3-1 コーポレートガバナンスの考え方

- 投資先の企業価値を持続的に向上させていくことが、われわれのスチュワードシップ責任のゴールだ。企業価値向上の障害になると思われる要素をいかに排除しているか、どのように透明性を担保しているか、リスクへどのように対応しているかを書いて欲しい。

III 原則 4-8 独立社外取締役

- スタートトゥデイ**は1人しか独立社外取締役がいなくて、**飯田グループホールディングス**は適任者が見つからなかったと書いている。不十分な対応との批判もあるだろうが、同じ企業グループに属する企業から2人選んで原則4-8をコンプライしていると記載する方がむしろ問題ではないか。
- 資生堂**は独立社外取締役が50%以上いるにもかかわらず、原則4-8の3分の1以上の独立社外取締役の選任に関する方針については、まだ結論を出していないことを理由にコンプライしていない。真摯で良い。また取締役選任に関して株主総会の招集通知において、名前だけでなく、**資生堂**でどのようなことをしていて、何をリードしているかを説明している。（そして、そのことをコーポレート・ガバナンス報告書に記載している。）具体性が高まり、対話のきっかけとなる。
- 経産省の7月の報告書（「コーポレート・ガバナンスの実践 ～企業価値向上に向けたインセンティブと改革～」コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会の報告書、2015.7.24）では、退任したCEOは自社に残らず、他社で社外取締役等として積極的に活動してもらいたいとしている。これは望ましい。例えば、**大東建託**の役員は60歳定年で、顧問や相談役として自社に残ることはできない。
- 退任社内役員が相談役や顧問として会社に残り続ける制度は問題だ。

IV 補充原則 4-11③ 取締役会評価

- 一部のIR・SR支援会社などが取締役会評価を提供し始めているが、会社の中で評価するか、外部のコンサルタントなどを使うか、2通りのパターンがあるように見受けられる。まずは自己評価ありきだが、今後の動向に注目したい。

- **花王**は「取締役会全体の実効性についての分析・評価およびその結果の概要」をCG報告書に記載し、その評価を明記している。4つの視点を挙げ、それぞれについて取締役会の実効性についての自己評価を記載している。

資生堂：コーポレート・ガバナンス報告書

<原則4-8:取締役会における社外取締役の比率に対する考え方およびその実現に向けた取り組み方針>

2015年6月末日現在、当社の取締役会は業務執行取締役3名と独立社外取締役3名の計6名で構成されており、取締役会における独立社外取締役の構成比率は50%です。

ただし、当社では、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役の選任を必要と考えるかどうかについて、ならびに必要と考える場合の取り組み方針について、現時点では結論を持つに至っていません。取締役会における独立社外取締役の人数比率については、取締役会を監督機能に特化した機関として位置付けるのか、または業務執行機能の相当部分を担う機関として位置付けるのかの判断に直結する事項であると考えています。指名委員会等設置会社または監査等委員会設置会社のような委員会型の機関設計と、監査役会設置会社としての機関設計のどちらを採用するのかという議論にもつながるものであることから、現在慎重に検討を進めています。

当社としての見解・方針が定まった時点で、その内容をお知らせします。

<補充原則4-11(3):取締役会の実効性に関する分析・評価の概要>

当社では、現時点では取締役会の定期的な分析・評価は実施しておりませんが、これまでも必要に応じて取締役会における課題の把握のためのアンケート評価(自己評価)を実施していました。

今後は、取締役会の実効性向上のための課題を洗い出し、必要な対策に取り組んだ上でその結果を検証するPDCAサイクルを運用するために、取締役会の定期的な分析・評価を行っていくことを検討しています。

分析・評価の方法を定め、これを実施した時点で、分析評価の方法およびその結果の概要をお知らせします。

資生堂：コーポレート・ガバナンス報告書

〔取締役〕

魚谷雅彦:

魚谷雅彦氏は、経営者として十分な実績を有しており、特にマーケティングにおいてその手腕が高く評価されていることなどから、当社が執行役員社長として招聘し、2014年4月に同職に就任しました。同年6月25日開催の第114回定時株主総会での当社取締役への選任後、取締役会において当社代表取締役選定され、株主のみならず負託に応え、経営の舵取りを担ってきました。2014年度は、高いレベルのマーケティング能力とリーダーシップを発揮し、縦割組織の弊害を取り払い、全社が一丸となって価値創造に取り組むお客さまにお届けする体制をつくり上げたほか、当社の課題を徹底的に洗い出し、その課題を直視して中長期戦略 VISION 2020を策定し、課題解決へのロードマップを定めました。これらの実績を考慮し、取締役会は同氏を引き続き取締役候補者に定めました。(第115回定時株主総会)

坂井透:

坂井透氏は、当社の取締役として取締役会で積極的に発言し、経営の重要事項の決定および業務執行に対する監督など適切な役割を果たしています。生産、購買、ロジスティクス等サプライチェーン全般にわたる分野で豊富な経験を有し、執行役員就任後は、経営企画部長として全社的な経営戦略の立案と構造改革を推進しました。2013年度からは国内化粧品事業の責任者として同事業における事業戦略の立案・推進を担当し、2014年度には全社を挙げてお客さまにブランドの価値をお伝えする“ICHIGANプロジェクト”の推進をリードしてきました。また、CSR委員会の委員として同委員会に出席し、積極的に意見を述べています。これらのことから、取締役会は同氏を引き続き取締役候補者に定めました。(第115回定時株主総会)

岩井恒彦:

岩井恒彦氏は、当社の取締役として取締役会で積極的に発言し、経営の重要事項の決定および業務執行に対する監督など適切な役割を果たしています。執行役員就任後は、品質保証、薬事、CSR、環境関連ならびにフロンティアサイエンス事業の責任者を務めてきました。2014年度からは当社の研究、生産、技術の各分野の総括担当役員を務め、研究開発分野においてお客さま起点型の価値開発の発展をリードするなどしてきました。また、CSR委員会の委員として同委員会に出席し、積極的に意見を述べています。

これらのことから、取締役会は同氏を引き続き取締役候補者に定めました。(第115回定時株主総会)

花王：コーポレート・ガバナンス報告書

11 取締役会全体の実効性についての分析・評価及びその結果の概要(原則4-11-3)

少なくとも毎年1回、取締役会において全ての社外取締役及び社外監査役による取締役会の実効性についての評価を実施し、それに基づき出席者による議論を行い、取締役会の実効性を高めるための改善につなげます。

2015年5月度及び6月度取締役会において、全社外取締役3名及び全社外監査役3名からそれぞれ、コーポレートガバナンス・コードにおいて特に取締役会に期待されている以下の四つの視点を含め、取締役会の活動について意見が述べられました。

- 1 企業戦略等の大きな方向性の議論(基本原則4)
- 2 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備(同上)
- 3 独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督(同上)
- 4 株主・投資家との建設的なコミュニケーション(基本原則3、5)

この意見を踏まえ、これら四つの視点を中心に実行性についての自己評価を実施しました。以下、その概要です。

1 取締役会では、花王がどのような会社でありたいかのビジョンが明確に共有されたうえで、具体的な数値目標を掲げながら、中長期の経営戦略が議論されている。取締役会の年間の審議テーマが共有され、さらに毎月の取締役会の冒頭には、社長執行役員をはじめとする代表取締役から執行における足元及び中長期の関心事が共有されており、大きな方向性と直近の活動が的確に関連づけられている。この点は、更に不断の充実を図っていくべきである。

2 充実したコンプライアンス体制に加え、投資案件の審議において経営指標の一つであるEVAによる評価が有効に活用されている。社外取締役は、「リスク」を取るにあたっての備えを確認しつつ、投資実行への賛否の判断を前向きに表明できる形で機能している。

3 非執行の取締役である独立社外取締役が議長を務め議事進行を行い、社内・社外の枠を超えて活発な議論がなされており、これを社内取締役が意識して取り込む努力をしていることで、要所における社外監査役も含めた社外役員の多様な経験から生じる客観的な意見に基づいた監督が行われている。

4 社長執行役員をはじめとする経営陣が積極的にIR活動を実施し、その内容は取締役会にもフィードバックされ、投資家との双方向のコミュニケーションができています。株主総会や株主見学会における株主と役員との質疑応答により建設的なコミュニケーションが実施されている。

5 取締役会の今後の課題として、中長期の成長戦略、グローバル拡大のための戦略や人材戦略があるが、その実現のために、まずは、今後さらにそれらの議論に時間を割いていくことが挙げられる。

V 原則 1-4 いわゆる政策保有株式について

1. 政策保有に関する方針について

- 政策保有に関する方針について、“総合的判断で”というだけでは開示内容として十分でない。
- 場合によっては売る、あるいは長期的に政策保有株式を減らしていくと明記している会社は相対的にみて評価できる。一方で、売らないことを基本的に前提としているように見える会社もある。
- **エーザイ**はビジネスモデルにおいて政策保有株式の位置づけを明確にした上で必要最小限の保有としている。
- 政策保有先については具体的な取引金額などを知りたい。
- 政策保有の経済合理性等についての取締役会による検証結果も開示してほしい。
- 純投資ではないので、株価リターンを合理性の根拠にすることは不適切だ。

2. 議決権行使の基準について

- 議決権行使について、**エーザイ**は企業の価値を毀損すると判断するものに対しては反対すると明記している。
- コンプライとしていても、実質的には議決権行使基準や売却基準を開示していない会社が多い。**大東建託**は、コンプライしているとする会社とほぼ同じ内容をエクスプレインとして記載しており、評価できる。コンプライしているふりは歓迎しない。

尚、いわゆる政策保有株式については、以下のような問題意識が議論の中で共有されたため、本報告書の別冊としてまとめた。

- 「保有されている」側の問題
- 政策保有の経済合理性を検証する難しさ
- 一般株主との利益相反の問題
- 株価変動がもたらす銀行の財務基盤への影響（プロシクリカリティ問題）
- 結論・提言

VI. 原則 5-1 株主との建設的な対話に関する方針について

- 投資家との対応の仕方についてはポリシーが重要。経営トップが投資家との対話を行う姿勢がある企業は評価できる。社外役員と投資家との対話の役割も含めて書いてほしい。
- 日本取締役協会の「コーポレートガバナンス・コードに関する基本方針ベスト・プラクティス・モデル」については、ひな型になりかねないという批判的な見方もあるが、取締役会議長が株主との対話を仕切るべきだとしている点は興味深い。
- **小松製作所**は社長自らによる直接のコミュニケーションを重視している。
- **エーザイ**も、情報開示や対話の担当を「CEO、CFO、IR/PR 担当役員」などと明確にしている。
- **三谷産業**は代表取締役が統括し、財務担当などが補佐する、と非常にまっすぐに書いている。
- 誰が対応するかについて、補充原則 5-1①は「社外取締役を含む」としているが、多くの会社はまだそこまで踏み込めていない。
- **大和ハウス工業**は株主との建設的対話のために「社外取締役を含む取締役」が対応すると明記している。
- **オムロン**は別途＜株主との建設的な対話に関する基本方針＞を策定・公表している。
- 原則 5-1③は、企業はみずからの株主構造の把握に努めるべき、としている。株主と潜在投資家の区別を想定しているともとれ、それによって選別的な IR 対応が惹起されるとしたら、懸念材料だ。
- **花王**は、社長など経営陣が出来る限り対応する相手は長期的視点での対話ができる機関投資家だとしている。これは大歓迎で、スチュワードシップ・コード 原則 7-3 にある投資家の「実力」を高めるインセンティブとして有効ではないか。投資家もまた、企業に選ばれるように、自らの質を高める必要がある。
- ただし、特定の投資家を優先/差別する口実に使われると、フェアディスクロージャー等の面で問題になる。
- また、企業が「物言わぬ」株主や「与党」株主との対話を差別的に優先することは CG コード基本原則 1 株主の権利・平等性の確保に反し問題になる。

- 経営陣の時間的制約の観点から、想定される議題によって対話相手の機関投資家に優先順位をつけることは理解できる。
- 企業が明確な経営ビジョンや株主還元方針を示すことにより、それに賛同する投資家を株主として引き付けることは、結果的に選別効果をもたらすかもしれないが、フェアディスクロージャーとは相反しない。

花王：コーポレート・ガバナンス報告書

〈6〉株主との対話の促進

企業価値の向上のためには、株主をはじめとするステークホルダーとの対話を通じて、双方の考えや立場についての理解を深め、これを踏まえた適切な対応を採ることが重要と考えています。そのため、株主との積極的な対話を促進するための体制を整備し、機関投資家や個人株主との対話の機会を積極的に設定します。株主との対話の際には、株主の意見等を適切に経営に反映させるため、出来る限り経営陣が参加します。対

14 株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針(原則5-1)

機関投資家との対話に関する取組についてはIR部門が担当し、国内外の機関投資家との日常のミーティング対応のほか、経営戦略等の概略・進捗、業績や事業の状況及び株主還元等に関する説明会等を行います。企業価値向上に向けた長期的な視点での対話ができる機関投資家と直接の対話の機会を持ち、対話結果の経営への反映を容易にするため、出来る限り社長執行役員や経営陣が参加します。

エーザイ：コーポレート・ガバナンス報告書

【原則5-1 株主との建設的な対話に関する方針】

当社は情報開示ポリシーを定め、その中で、当社の情報開示の一貫性、統一性を確保するために、情報開示担当者は当社のCEO、CFO、IR/PR担当役員、IR/PR責任者およびこれら担当者に指名された当社グループの役員ならびに社員としています。

なお、取締役(社外取締役を含む)への対話の申込みに対しては、面談の目的および内容の重要性、面談者の属性等を考慮のうえ対応を検討することとしています。

小松製作所：コーポレート・ガバナンス報告書

【原則5-1 株主との建設的な対話に関する方針】

株主・投資家との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針については以下のとおりです。

1) 株主・投資家を含む、全てのステークホルダーに対する公平かつタイムリーな情報開示を行い、社長自らによる直接のコミュニケーションを重視する。

三谷産業：コーポレート・ガバナンス報告書

【原則5-1】

株主・投資家の皆様との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針は以下のとおりであります。

(1) 株主・投資家の皆様との対話については、当社代表取締役社長が統括し、財務担当取締役およびコーポレート本部企画室のIR担当者がこれを補佐しております。IR担当者は対話の充実を図るため、各テーマの担当部門に情報提供を要請し、各担当部門はIR担当者に協力する体制としております。

《株主との建設的な対話（エンゲージメント）を促進するための方針》

当社は、株主との建設的な対話が、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、

- ①株主からの対話（面談）の申し込みに対して、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえたうえで、合理的な範囲で、社外取締役を含む取締役または経営幹部が臨むことを基本とする。
- ②IR 担当役員は、建設的な対話の実現のため、社内部門と協力して対応する。
- ③中長期的な企業価値を判断するための情報開示に努め、株主との対話（エンゲージメント）を通じて企業価値を高める。
- ④IR 担当役員は、個別面談のほか、経営説明会や施設見学会などを開催し、IR 活動の充実を図る。
- ⑤IR 担当役員は、自社の考えていることを対話を通じて株主に伝え、株主から頂いた意見・要望について取締役または経営幹部へフィードバックするとともに、社外役員にもフィードバックを適時適切に行い独立・客観的な視点からの課題認識を共有する。
- ⑥IR 担当役員は、未公表の重要な内部情報（インサイダー情報）が外部へ漏洩することを防止するため、「内部者取引に関する規則」に基づき、情報管理責任者と連携を図り情報管理を徹底する。

＜株主との建設的な対話に関する基本方針＞

- ・株主を含む投資家との良好な関係構築に向けた対話をIR活動を通じて積極的に行う。また、株主構成の把握に努め、能動的なIR活動を実施する。
- ・株主との対話は、IR担当部門が担い、社長が統括する。株主から個別の要望がある場合には、必要に応じて社長、取締役（社外取締役を含む）および執行役員が面談に臨む。
- ・株主からの対話を合理的にかつ円滑に行うために、IR担当部門が中心となり、関連部門と連携をとる。
- ・機関投資家に対しては、中長期の経営ビジョン、決算、個別事業等の説明会を実施する。個人投資家に対しては、証券取引所や証券会社等が主催するIRイベントにおいて、説明会を実施する。加えて、株主総会後の経営状況説明会や株主懇談会を実施する。
- ・決算説明会の説明資料、動画等は、当社ウェブサイト公表する。
- ・経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、以下を含む目標を提示する。
 - －長期経営ビジョンおよび中期経営計画については、定性、定量目標(売上、営業利益率、ROIC等)および目標達成に向けた経営資源の配分も含めた戦略の骨子
 - －短期経営計画については、業績目標(売上、営業利益率、ROIC等)とその実現に向けた戦略の骨子
- ・投資家との対話を通じて得られた意見や質問等は、四半期ごとに以下のとおり適時報告し、示唆に富む指摘を経営に反映することにより企業価値の持続的な向上に生かす。
 - －社長の活動報告として取締役会へ報告
 - －投資家意見・質問サマリー・IR決算説明会結果報告として取締役・監査役および執行役員へ報告
- ・インサイダー情報の管理については、別途ディスクロージャーポリシーを定め、フェアディスクロージャーを、徹底し適切に対応する。

Ⅶ 投資家フォーラム第1・2回会合についての討議参加者からの感想

- このような機会がなかったら、ここまで深く CG 報告書を読み込むことは無かったかもしれない。
- このように多くの現場のファンドマネージャーやアナリストが、ここまで CG 報告書の具体的な「書きぶり」に強い関心を持っているということは、意外だった。
- 東証のウェブサイトでも CG 報告書の検索は可能であるものの、報告書の中から改正規程に基づいた新形式のものだけを効率的に抽出するのは困難だ。QUICK ESG Web^(注) 上に新形式の報告書のリストを作成してもらえたため、検索が容易になった。

(注) 新形式で CG 報告書を提出した企業の一覧については、QUICK ESG 研究所のサイトを参照。<http://sustainablejapan.jp/quickestg/2015/06/29/corporate-governance-report-2/16846>

<投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1、2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

（注1）日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

（注2）伊藤レポート（p.90）

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

* 投資家フォーラムの活動内容については下記の HP をご覧下さい。

<http://investorforum.jp>