

## 投資家フォーラム 第1回オープンセッション 概要

日時： 2015年10月19日（月）18：30～20：30

会場： 株式会社 QUICK QUICK Square（クイックスクエア 下記 URL ご参照）  
東京都中央区日本橋室町 2-1-1 日本橋三井タワー 14F

テーマ：「コーポレートガバナンス報告書について」

出席者：投資家フォーラム第1回・第2回会合の参加者のうち8名、及び上場企業担当者等45名。

資料：「投資家フォーラム第1・2回会合報告書」、「報告書別冊資料」

以下、議事概要を記す。なお進行に関しては、一般社団法人日本 IR 協議会佐藤淑子専務理事兼首席研究員に協力を頂いた。

### はじめに：

まず、主催者側より今回の報告書とその内容について改めて説明があった。

### 概要：

7月9日、8月6日の第一回、第二回会合で議論したことをまとめた。新様式のコーポレートガバナンス（CG）報告書を公表していた42社のうち業種、規模、報告書の特徴などを考慮して10社を選び、これを中心に議論した。11の開示項目の内、原則1-4（政策保有株式）、3-1-(2)（コーポレートガバナンスについての基本方針）、4-8（独立社外取締役）、4-11-③（取締役会評価）を取り上げた。また原則5（株主との対話）についても議論した。

### 書かれている幾つかのポイント：

- ✓ 新様式のCG報告書については、Quick ESG 研究所が一覧表にしている。
- ✓ 今回の報告書では良い事例に注目している。
- ✓ 今の時点でコンプライドできていなくてもいい。むしろエクस्पラインをする方がいい。
- ✓ 自らをアピールしようとしている会社は、面白い。一方、法令順守的な発想から書かれた内容は読み手に響かない。
- ✓ どうありたいかというビジョンがあって、それに向かっていく会社は評価が高かった。
- ✓ 原則1-4の政策保有株については、投資家の意見が多く出て、突っ込んだやり取りをした。議論をまとめて別冊にしている。

### ディスカッション：

#### Q. CG 報告書はどう使われているか。

投資家 CG 報告書については、前向きの変化があるかどうかを見ている。会社の長期の経営の姿勢の変化を映し出していると思われる場合、投資判断に若干色づけをす

ることがある。

CG 報告書は有価証券報告書や統合報告書に組み込まれていく方が良い。

投資家 企業の姿勢が見えるので、面談するとき CG 報告書には必ず目を通す。長期の業績を担保する要因として CG の体制やマネジメントの対応を重視している。今後の方向感としては、統合報告書が重要になるように思う。CG 報告書は政策投資株についての姿勢を記載した初めての文書として重要だ。

#### Q. どこまで書くべきか、悪い事例は？

投資家 紋切型で、どうしても取れる内容のものが典型的な悪い例だ。

投資家 会社の取り組みがしっかり分かることが最低限の条件だ。法務・総務の担当者が、リスク回避しながら書いているものは対話の材料にならず、情報価値もない。

#### Q. 優良事例として上がっている会社からコメント

企業 新しく何かを作るというより、今までの取り組みをまとめて発表した。同じ内容についてコンプライする例とエクस्पラインする例があるという指摘からいろいろ示唆を得られた。

企業 反省したのは、今までやっていたことを外部へ向けて発信できていなかったことだ。CG 報告書を書くためにガバナンスシステムを変えたりはしていないが、取締役会の評価は今回取り入れた。これからさらに変えていくには社内を動かさなければならぬ。

CG 報告書の順番を崩してストーリーにしたのが評価されている。ただ、投資家としても横並びで評価したいことがあるのではないか。

#### Q. 報告様式について

投資家 投資家としては横比較することより面談前に準備のために読むことが多い。メッセージを伝えてもらった方がいい。

投資家 文章の中で原則との対応を付け、索引もつけて欲しい。外国人投資家は横比較にならざるを得ない。

投資家 CG 報告書は対外的な文書というだけでなく、対内的なステイトメントという側面もある。コードへの対応を超えて発信したいことをもっと書いて欲しい。

企業 CG 報告書は順番に書くと書きづらい。順番を壊して書いても良かったのだと、本日の話を聞いて改めて思った。常により良いものを目指していきたい。取締役のトレーニングについては、なぜ必要か分からなかった。そもそもトレーニングが必要な人を取締役に選任すべきだろうか。

#### Q. 取締役のトレーニングは必要か？

投資家 取締役は資質が伴っていないかならぬと思う。トレーニングは法令の改正や不祥事の発生など状況の変化に対応するために必要だと思う。

投資家 トレーニングに関して投資家はそれほど重視してはいない。一方、「トレーニングの必要のない人を選んでいる」と報告書にしっかり書くことは重要だ。何故コードにこんな項目があるのかと問題提起することだ。

投資家 納得度が低い項目については、そうした意見をコードの改正に反映させていくことが重要だ。金融庁のフォローアップ会議に会社の声を投げかけていけばよい。

企業 CG コードへの対応は会社の体制における甘さを是正する機会になる。しかし、すべての項目にコンプライすることはできないし、社内の反発もあろう。投資家側で安易にコンプライしないことを推奨する流れを作っていただけでないか。

#### Q. コンプライとエクスプレイン——どう対応するか？

投資家 優良事例として報告書で紹介した会社に話を聞いた。原案はすべての項目にコンプライであったが、実態に合わないということでエクスプレインにしたようだ。CG コードは原則を定めることを理解することが一番大事だ。

企業 73項目を突き詰めると、機関設計をどうすべきかまで行き着かねばならない。監査役設置会社だとコードの項目を当てはめにくい。また、海外投資家からはわかりにくいと言われる。

#### Q. 監査役設置会社のままでいいか？

投資家 世界的には英米型が主流だが、経営の回し方が日本と異なる。その差を無視して機関設計はできない。ただ、日本が違おうとしても、これまでのやり方をよいとするだけでは、投資家に対するアピール力がない。社内の緊張感をどのように作りだしていくか、そしてそうした仕組みを属人的にしないで会社内で持続するようにどのように作り込んでいるか、をきちんと説明して欲しい。

投資家 機関設計に優劣はないと考えている。監査役設置会社だが、例えば社長の指名や報酬については独自にこういう工夫をしているとか、顧問などを残留させないようになっているなどという点をきちんと対外的にアピールすることが大事だ。

投資家 対外的には独立社外取締役が過半数であるべきと言っている。ただ、そうでなければ反対票を入れるということはない。それがベストの選択だということをしっかり説明していれば議決権行使で反対をいれることはない。とはいうものの、文化の異なる投資家には、委員会設置会社の方がわかりやすい。監査役については、これから一層、説明が難しくなるだろう。

投資家 英国との違いは、取締役会のベストプラクティスが確立していないことだ。どういう統治形態を選択したら会社が発展するか、企業価値が上がるか、という探究を続けてほしい。それを行うために投資家と企業との対話がある。

#### Q. 開示の 11 項目以外で重視している項目は？

投資家 ミニマムの 11 項目だけでは姿勢や積極性を伝えられない。全部書くことなどで積極さが伝わる。

投資家 発信先に対するアピールが大事だ。取締役の教育に関しても課長、部長の時代から経営に関する教育は行われているから必要ない、と書けば投資家にアピールできる。

#### Q. 社外取締役との対話

投資家 社外取締役との対話は数が増えている。取締役会の役割についての質問が多い。社外取締役への事前説明の状況なども含め、取締役会がどう機能しているかを聞いている。社外取締役とは社内者とは別のミーティングを依頼する。それを受諾する会社は、なんでも見てくださいという姿勢が感じられて良い評価ができる。

投資家 社外取締役の候補者については、経営に口を出すタイプか、モニタリングに徹するタイプかを確認しようとする会社も多いようだ。これを聞く限りでは社外取締役に対する投資家の信頼は得られないと感じる

投資家 社外取締役は取締役会で少数株主を代理している。社外者が株主に対する説明責任を果たせるかを判断することが大事で、それを確認したい。

投資家 社外者の選択基準に関して独立性に偏り過ぎている面がある。面談してその人となりが信頼できるならば独立性が低くても問題ないと思すべきこともあると思う。特に独立性に疑義がもたれそうな候補者の場合、面談に協力いただくことにより賛成する事例が増えると思う。

#### おわりに：

- ・ 今後もこうした機会を持っていきたい。企業に向けて発信していきたいし、企業の皆様からのフィードバックも頂きたい。
- ・ こういう議題を投資家フォーラムで議論して欲しいという意見も寄せて頂きたい。