

機関投資家の論点と監査役の関わり

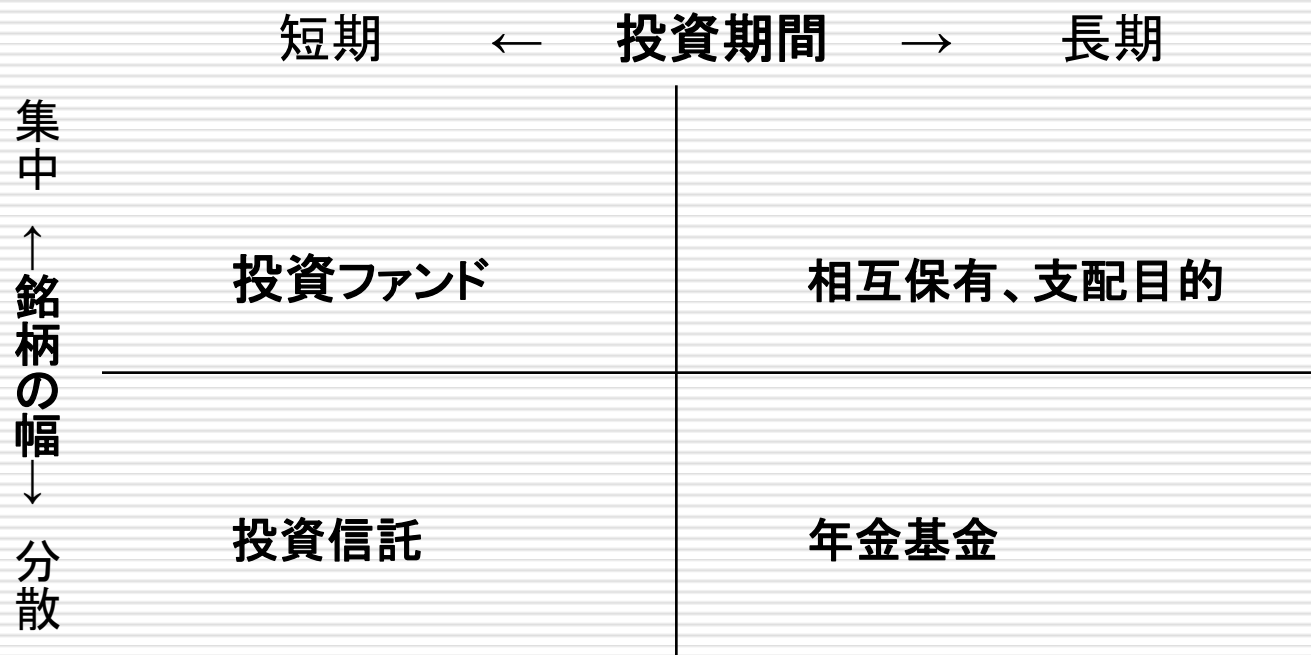
2008年4月17日

株式会社 日本投資環境研究所

関 孝哉

機関投資家の位置づけ

□ 投資家／株主の分類



機関投資家の株主行動

- 議決権は資産であり、その行使は受託者責任を構成するとの認識
 - 90年代にアメリカ、00年前後に欧州、日本に広がる

- 議決権行使
 - 現在の機関投資家の行使パターンは、株主総会日程の影響を受ける
 - 定例議案をシステムティックに行い、その他の時間を個々の分析にあてる

- 分散投資におけるアプローチ
 - コーポレート・ガバナンス原則
 - 議決権行使ガイドラインの制定

- 集中投資におけるアプローチ
 - 個別のエンゲージメント

機関投資家のガバナンス原則とは

□ 株主民主主義

- 会社組織の三権分立／チェック・アンド・バランスの強化
- 資本多数決および株主平等の原則 (one share-one vote)
- 株主・取締役間の権限配分
 - 取締役への権限配分に異存はないものの、相応の体制を要請(例: 剰余金分配議案)
- 公正な議決権行使制度および取締役選任制度
 - 行使結果の開示、秘密投票制度も議論へ

□ 株主主権の徹底

- 長期投資家はステークホルダーへの配慮を理解するが、株主主権を前提

議決権行使基準(定例要素)

- 業績および資本効率性
 - 一部の投資家は、業績、資本効率性なども判断材料に

- 取締役、監査役選任
 - 取締役会の規模
 - 社外取締役・社外監査役の員数、属性等

- 定款変更
 - 株主・取締役間の権限配分
 - 変則的な株式制度

- 報酬
 - 支給・付与対象者の属性

議決権行使基準（非定例要素）

- 買収防衛策に対する投資家の考え方
 - 国内：利害関係者との重要性を認識。買収防衛策に相応の理由があれば賛成する
 - アメリカ：ライツプランは認めるも中立性確保が前提
 - 欧州：遠く離れた利害関係者よりも株主主権の理論を優先

- 投資先との対話およびエンゲージメント
 - 経営方針や将来の展望についての説明
 - 資本戦略
 - 経営権争奪への考え方
 - 社会責任への対応

欧州のコーポレート・ガバナンス

□ 国ごとに異なる企業文化・市場の性格

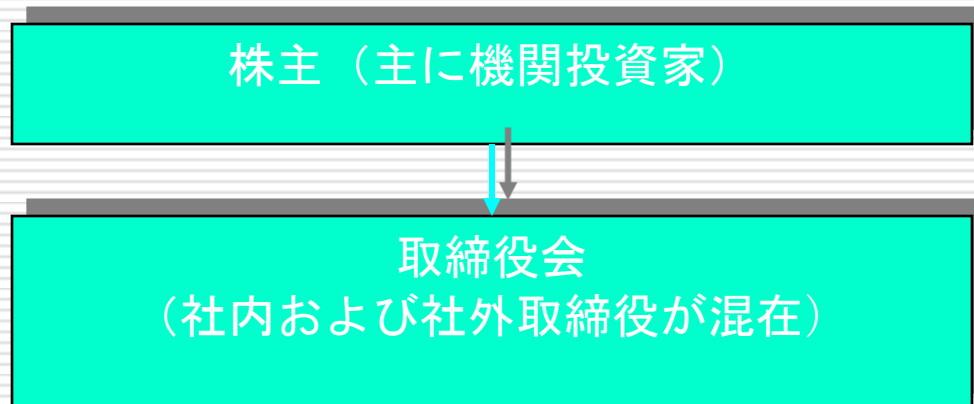
- 株主構成は英国と大陸間で異なる
- 取締役構造の相違
- 従業員による経営参加制度の有無

□ 欧州委員会のイニシャチフによる域内調整

- 各国の Code of Best Practice を尊重
- 欧州会社法制度の発足(取締役会の選択性および従業員の経営参加)
- 欧州内に適用される買収指令(取締役の中立義務)
- 取締役の責任、情報開示に関する指令(内部統制の考え方に影響)
- 国境を越える議決権行使等

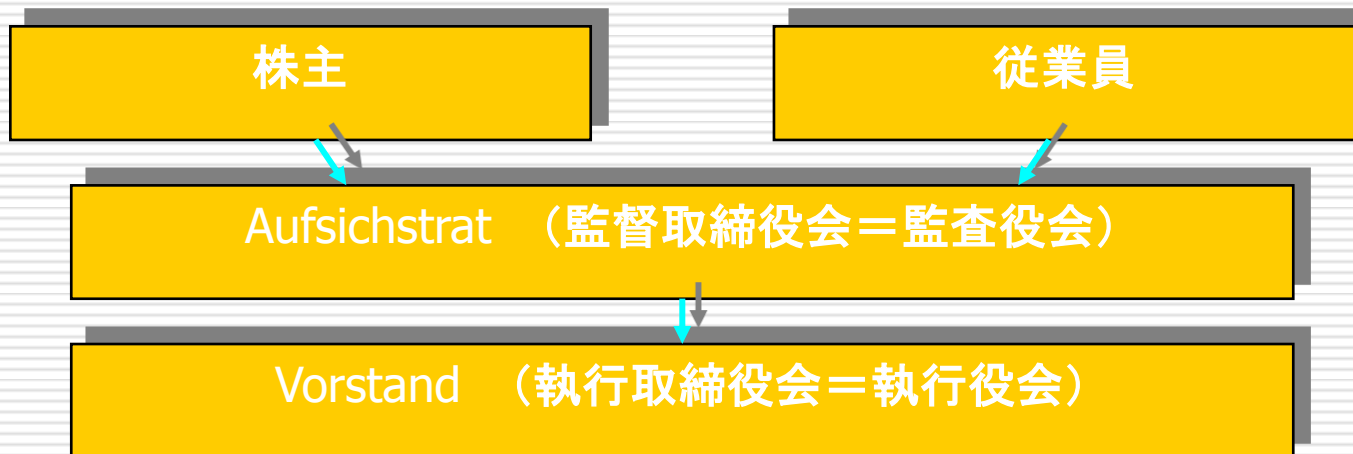
英国のコーポレート・ガバナンス

- 単層取締役会制度
- 社内取締役と社外取締役が混在
- 株主は機関投資家が大半を占める



ドイツのコーポレート・ガバナンス

- 監督取締役と執行取締役による二層取締役会制度
- 監督取締役会には従業員代表が参加
- 企業、個人などが大株主として存在



自主規制によるガバナンス改革

- 企業不祥事、市場改革、機関投資家の影響拡大が背景に
- コンセンサスによるアプローチ
 - 企業、市場、学界および専門家有識者による合意
- Code of Best Practice および Comply or Explain 原則の採用
 - 市場(英)、法律とのリンク(独)、有力者(仏)の権威を活用
- 情報開示、アカウントビリティは企業の自主性に任せる方が有効性が高まるとの認識
 - 例:社外取締役の独立性、情報開示の範囲、取締役会の運営

Code of Best Practice の評価

□ メリット

- 性善説に基づき、経営者の向上心を活かすことができる
- 取締役の意識改革に寄与する
- 株主による評価の実効性が期待できる

□ デメリット

- 拘束力がないことによる実効性の問題
- 表面的なチェックに傾き、各社間の取り組みが一律になりやすい。

監査役の役割に関して

□ 制度の特殊性

- 海外にはない制度から、海外の投資家からは不要な誤解を招きやすい → 社外監査役の独立性が問題とされ、反対票が増加

□ 参考になる英米の制度

- Senior Independent Director/Lead Director
- Company Secretary/Corporate Secretary
- こういった機能からの説明を、多くの投資家は「信頼」する

監査役の役割に関して

- 英米では社外・社内取締役の責任に法的な違いは定めない→自主規制で異なる役割を期待
- ドイツの監査役会は監督機能に特化。執行役の人事権と執行業務の拒否権を維持
- 買収防衛策・第三者割当増資における役割
- 親子上場の正当性を確保する役割
- 会社経営の健全性における役割