

## 第3回運営小委員会 議事要旨

日 時：平成20年4月17日（木）18時30分～20時30分

場 所：（社）日本監査役協会 本部A会議室

議 事： 1. 株主・資本市場との関係で上場会社が直面しているコーポレート・ガバナンス上の諸課題について - 機関投資家の立場から -

【報告者】(株)日本投資環境研究所 首席研究員 関 孝哉氏

2. 論点に関する討議

### 議事内容

#### 1. 株主・資本市場との関係で上場会社が直面しているコーポレート・ガバナンス上の諸課題について - 機関投資家の立場から -

関氏より、標題について報告があった。

関氏 よろしくお願ひいたします。

最初に、どういう立場で私が今日話をするかということについて簡単に申し上げます。私は、もともとは東洋信託銀行に入行いたしまして、国際関連の仕事をずっと担当しておりました。15年間、主に証券代行業務の企画と、外国会社の取引所の上場にかかわる株式事務を行ってまいりました。

その過程で、例えばイギリスのBP、グラクソ・スミスクライン、アメリカのAT&T、GMといった会社の株式を扱うにあたって、先方とのいろいろな方とのお付き合いをさせていただきました。そのようなお付き合いの中でうかがった、海外の会社がどのような社内体制、取締役会体制を採っているかという話です。

ちなみに、エンロンのレイ会長が、十数年前日本に来られたときにも一緒に食事をさせていただいたことがありまして、その当時は、「大変紳士的な方だ」と思った経験がございます。

7年前に仕事を替わりまして、東洋信託銀行から金融再編に紛れて、私はみずほグループに転職いたしました。みずほの中に研究所を作ってもらいました。私の仕事は、それまでは企業向けの業務だったのですが、みずほに入りましてからは、機関投資家の議決権行使の助言業務を始めるようになりました。

幸い、当時の厚生年金基金連合会辺りから、一千数百銘柄の議決権行使をシステムティックにやるような体制と、実際の行使の手伝いをやらないかと声をかけていただきました。ここ数年間、その仕事の手伝いを行ってまいりました。

そういう関係もあり、機関投資家の方、特に公的年金、及び公的年金の運用委託先の

方々とのお付き合いや業務での経験を通じて、主に耳学問ではありますが、「こんなふう  
に動いた」という点を、ご専門の皆様にご披露申し上げるという段取りで進めます。

お手元に資料が3点ございます。最初の「機関投資家の論点と監査役に関わり」は、今  
日の話のために新しい版を作り直したものです。青いほうの「日英のコーポレート・ガバ  
ナンス比較」は、3月10日にアナリスト協会で英国のハーミーズが、英国の投資家とし  
て日本のガバナンスをどう見ているかという話をしたときに、協会から「ハーミーズはあ  
あ言っているけれども、日英を比較してどういう点が問題かということの説明しろ」とい  
うことで、そのときに使った資料です。今日のお話にかなりかかわりがあると思いますの  
で、これをここに出しました。

「商事法務」のコピーは去年の11月のものですが、去年の6月総会の国内外の機関投  
資家が、まず日本の投資先に対して、どのように議決権を行使したかという数字がありま  
す。合わせまして、海外の投資家が、本国でどのように議決権を行使したか、どういった  
点が争点になっているかといったものをまとめたものです。今日は、特に表を中心にこれ  
を参照しながら説明します。

### (1) 機関投資家の位置づけ

まず、赤いほうのパワーポイントの資料です。「機関投資家の論点と監査役に関わり」  
という表題で資料を作成いたしました。2頁、一口に「機関投資家」と言いましても、さ  
まざまな投資家があります。われわれが業界内で「機関投資家」というと、ほとんど年金基  
金のことを指してしまうわけですが、いったん皆様にも波長を合わせるという意味で、わ  
れわれが業界で言う機関投資家は、この表の中でどのような位置付けになるかというこ  
とをまずご確認ください。

投資家を四つに分けました。縦軸で左側の指標です。銘柄の中は集中、分散です。集中  
投資をしているか、特に数銘柄に集中的に投資する方は、みんな集中投資になります。分  
散は、いわゆる「パッシブ運用」という意味合いです。数百銘柄、場合によっては1千銘  
柄以上に分散を行って、リスク分散を図る投資のスタイルのことを言っております。

左右の軸は投資期間です。「長期投資」、「短期投資」という意味で分類しております。  
長期投資は、原則「売らない」という意味の長期投資とお考えいただければよろしいか  
と思います。短期の場合は、まさに1カ月、2カ月というデイトレーダーの意味の短期で  
なくて、恐らくは3、4年というイメージだと思います。そういう意味での短期、長期で  
す。

このように分類いたしますと、例えばいわゆる「投資ファンド」は短期で銘柄を集中し  
て投資するという分類に入ります。昨日、今日、新聞をにぎわせております TCI などが  
その典型になるかと思えます。短期で分散投資を行うのは、個人投資家が買う投資信託で  
す。個人が中心になりますので、10年も20年もというよりも数年間の視野でもって投資  
をするという意味合いで、投資信託は短期の分散型に属します。

長期の集中銘柄は、まさに銀行や企業が支配目的として保有してきたので、保有する銘柄も無期限にすると思います。最後に、長期・分散投資は、典型的な機関投資家である年金基金がここに入ってくるという意味になります。

これで見ると、まず会社の経営に対する干渉の具合は、集中投資に出てくるわけです。例えば支配目的であれば、当然ながら議決権のみならず、会社に経営陣を送り込むとか、そのようなかたちでの会社支配という構図が見えます。投資ファンドもすべてというわけではないですが、少なくともフォーカスファンド、ガバナンスファンド、SRI のたぐいは、短期ですけれども経営そのものに干渉してくる癖があるという意味では、この表の上半分は、かなり経営に干渉するパターンだと言えるかと思います。

それに対して、分散の場合は、当然ながらいちいち干渉するわけにもいきません。特に年金基金の場合は受託者責任があり、干渉し過ぎることによる跳ね返りを恐れますので、年金基金や投資信託は、経営には基本的には干渉しないという構造が見えてくるのではないかと思います。

もう一つ面白い観点で、長期になればなるほど、投資先から出される情報開示に強く関心を示すようになるという特徴もあるかと思います。特に、年金基金や支配目的の場合は、恐らく一番丁寧に会社が作成するさまざまな報告書に目を通すと言えるのではないかと思います。

それに対して今度は短期に行きますと、果たしてそんなに一生懸命報告を読んでいるかどうか。短期をもっと左のほうへ持っていきますとデイトレーダーやそれに近いヘッジファンド等が出てきます。そういった投資家は、さまざまなヒアリングを掛けるまでもなく、あまりしっかりと会社の情報開示に目を通しては思えない行動が見えます。

これは、ある投資家から聞いた話ですけれども、「最近の若い連中は、銘柄も知らないで買っているから怖いよ」という発言も聞かれる時代になってまいりました。「とにかく株価が上がればいい」。そのようなパターンも、プロの中ですら見られます。

このように分けたことにより、どこまで丁寧に情報を見るかという投資家のパターン、どこまで経営に関与・干渉するかという投資家のパターンを、これでいったん位置付けをこの表で確認できると思うわけです。

年金基金はどちらかというと、経営そのものにはあまり関心を示さないものの、自らの受託者責任を果たすうえで、それ相応に企業が作成した報告書には目を通さなければならない位置付けにあります。

## (2) 機関投資家の株主行動

3頁目の「機関投資家の株主行動」です。特に今日は、一番わかりやすいパターンとして、議決権と機関投資家のかかわりについて説明します。そもそもなぜ機関投資家が議決権を行使するかということです。2頁の表をもう一度確認します。この四つのグループと議決権は、どのようなかかわり合いがあるのか。

まず、確実に議決権行使する、あるいはしてもらわなければ困るというものは、右上の支配目的の株です。彼らは何があっても議決権を行使するでしょう。その左にある投資ファンドも、ガバナンスファンド等においては議決権も行使するだろうし、それ以外の株主権も行使するのではないかという癖が見えます。要するに、投資先に対する干渉が強くなっています。

それに対して、下半分は、従来ほとんど議決権には関心を示していませんでした。私の経験から行きますと、例えば 10 年くらい前、多くの機関投資家は、議決権を行使しなかった。

特に外国人の場合は、さまざまな制約もあってほとんどありません。どうしても会社は、議決権の行使がないと困るといったケースに、海外に電話一本入れて、「こういうふうにマネジメントに全部賛成するけれどもいいか」というかたちで、「ああ、いいよ」というレベルの話が、10 年くらい前にはありました。それくらい機関投資家にとって議決権は軽い存在であったわけです。

90 年代にはアメリカで、「議決権は資産である」という見解が示されるようになりました。いわゆる「エイボンレター」により、議決権は行使しなければならないもの、受託者責任の一環であるという見解が示されて、アメリカの労働省は、私的年金の受託者に対して、「すべてこれからは行使するように」という通達を出しました。

その流れを受けて、2000 年前後には、同じような考えがヨーロッパと日本にも広がりました。日本でも、公的年金を中心に、受託者責任を検討する会合が開かれ、その席上で議決権も受託者責任を構成するだろうという見解を示したことにより、その後、日本の機関投資家も議決権の重みを知るようになり、議決権を行使するようになるという経緯があります。

そういう動きがあったところで、実際に機関投資家、例えば厚生年金基金連合会は、2002 年からインハウス運用を始めるにあたり、議決権をどのように行使すればいいのだろうかという検討を当時始めました。その結果、彼らがまず大きな壁に当たったのが、行使はするけれども、6 月はどう乗り越えたらいいのであろうかという問題です。

当初は、多くの機関投資家は、そもそも議決権行使にほとんど関心を示しませんでした。いつ総会が開催されたのか、いつ招集通知が届くのだろうか、それすら知らないのが 10 年くらい前の実態だったのです。ところが、いざ気が付いてみると、総会は特定日に集中して開催されて、なおかつ招集通知が手元に届くのはわずか 2 週間前でした。

一方では、機関投資家は、例えば年金基金の場合だと、制度的に株主にはなれません。年金基金は安全を目的とするため、必ず信託財産にしなければなりません。これは日米共通の、「信託財産にしなければならない」という縛りがあります。年金基金は、自分が名義株主ではないために、自分たちのところに招集通知は届きません。届かないために、どういう行使、どういう議案があるかもわかりません。行使書すら見たことがないが、資産の規模は数兆円であるというのが数年前の実態であったわけです。

実際に、名義株主である信託銀行を突っついたりとか、いろいろヒアリングを掛けたうえで、「これが議決権行使書なの」、「これが招集通知なんだ」と、ようやく数年前に気が付いたわけです。なおかつ信託銀行は「事務上の手続き」と称して、「もし年金基金が議決権行使するのであれば、株主総会開催の5営業日前までには指示をください。反対するのであれば、5営業日前までに出してください」というような取り決めを委託者である年金基金との間で交わしたということです。

そうすると、2週間マイナス5営業日ということは、1週間しかない。招集通知が届くのは、まず信託銀行に招集通知が届いてから、信託銀行で各受託先にそれを分類して、それぞれの受託者は持っている銘柄が違いますから、その受託者ごとにその銘柄を振り分けていきます。信託名義は一つしかありませんので、招集通知が一つしかない場合は、コピーを取ってそれをまた配布する作業に2日ぐらいかかります。そして郵便で送ることになると、機関投資家が議案の検討にかけられる日数は、2、3日しかないのが実態です。これは、今でも実はあまり変わりはないです。

発行会社は、株主総会招集通知を早期発送するなどかなり努力されているのですが、それでも平均で18日前という実態です。機関投資家のために作られる期間は、やはり2、3日ないし数日という点は、数年前とほとんど変わっていません。これはまず、実態面の問題です。

それに併せて、機関投資家は何を考えるかということ、それでも受託者責任がある以上、行使しなければなりません。では、行使を合理的にする手段はないかということで出したのが2行目に書いてある「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充てる」ということです。

例えば機関投資家が1千銘柄を持っているといたします。1社当たりの平均議案数は6ないし7議案ですので、1千銘柄持っているとなると、六千数百議案を見なければならぬこととなります。

だから、機関投資家としては、できればこれを数日間で行うためには、どのような分類がされているかを理解しなければならないということで、彼らは、一つの方法としてたどり着いたのがシステムティックな議案の分類で、それを行っただけで、残りの時間は個々の分析に充てることとなります。

私どもの研究でいろいろ分析してみますと、日本の議案は九十数%はシステムティックに分類できるのではないかとすることに気が付きました。

利益処分、取締役選任、監査役選任、定款一部変更、報酬関連を全部合わせますと95%、年により98%ぐらいの数字になるわけです。これを何とかシステムティックに行使できる方法を考えました。そうしますと、残りの2、3%は何かといいますと、まず一番目立ちますのは株主提案です。

それから、事業再編に関する議案があります。本来であれば、臨時総会を開催してやってもよさそうな案件ですけれども、再編にかかわる合併とか株式移転とか、そのたぐいの

議案があります。それに、その他議案です。先ほどの分類に入らないようなその他議案が2、3%です。こういった議案が、機関投資家の間ではいろいろな場合に争点となり得るので、定例議案についてはシステムティックに処理したうえで、その他の議案に時間を割く方法を採用ようになりました。

次のポイントは、そのようにシステムティックに行う場合に、機関投資家は、システムティックな制度を組み立てなければならないという問題が出てくるわけです。そこで、機関投資家が考え出した方法は、「二つの原則」になるわけです。二つの原則というのは、一つの原則と一つのガイドラインです。

まず一つ目は、「そもそも投資先はこういうものでなければならない」という基本的な考え方を機関投資家は持たなければならないわけで、それが、「コーポレート・ガバナンス原則」というものです。次に、機関投資家が考えなければならないのは、そういった会社に対して、どのように議決権を行使していくかという、「議決権行使ガイドライン」というものに大きく二つに分かれます。

ですから、一つ目はそもそも論、総論です。二つ目は、議決権行使ガイドライン、各論になります。これは、日本の投資家だけに特有の動きではありません。海外でも、カルパース、TIAAークレフ、ハーミーズ辺りでも、同じような考えを採っておりまして、彼らは、コーポレート・ガバナンス原則とそもそも論をまずうたい上げております。

こういった原則について、例えばセミナー等で、「われわれ基金はこう考えている。株主は主権者である」と言うのは基金のトップにいる人たちで、日本にももちろんそういう方はいらっしゃるわけです。

それに対して、事務局が、実際に日々の議決権行使に使うのが、議決権行使ガイドラインです。これは、例えばアメリカでもそうですが、カルパースやTIAAークレフのように数千銘柄を持ちますと、どうしても1人の人間ではできません。複数の議決権行使担当者が要ります。

行使担当者間で異なった行使の方針が出ては困るので、そういった各行使担当者が使う、わかりやすい言葉で言いますと、「マニュアル」です。「こういった場合には賛成しなさい」、「こういった場合には反対しなさい」というものが議決権行使ガイドラインになっています。

多くの機関投資家は、自ら受託者責任がありますので、このガバナンス原則及び行使ガイドラインを、通常はウェブ等で開示しております。日本でも主な機関投資家は、ウェブ上でコーポレート・ガバナンス原則、議決権行使ガイドラインを開示しております。

次の項目です。「集中投資におけるアプローチ」で、「個別のエンゲージメント」と書きました。これはわかりやすい言葉で言いますと、二つの原則に当てはまらない場合にどうするかというものです。例えば企業不祥事を起こしたとか、今では一般化しましたがけれども、買収防衛策を導入する場合などです。

集中投資におけるアプローチでは、パッシブに限らず、例えばアクティブファンドの場

合でも、たまたま持っていた銘柄で、特に重点的に発行会社との折衝を持たなければならぬというケースのことを、「個別のエンゲージメント」と言っているわけです。

### (3) 機関投資家のガバナンス原則とは

次の頁、機関投資家のガバナンス原則というものはどういったものであるかというポイントになります。機関投資家のガバナンス原則は、そもそも論です。多くの機関投資家のトップが、セミナーとか、機関投資家が集まる大会といったところで共通認識として彼らがよくうたい上げるものです。彼らが一番口にする言葉の一つが、「株主民主主義」です。株主民主主義の考え方は、国家の民主主義に大変似た考えを持っており、一つ重要なことは、会社組織には三権分立があるという考え方です。

国の場合であれば、国民が主権者となって代議士を選んで、代議士が執行機関を選び、執行機関がその代議士に執行業務を報告します。それをチェックするのが司法という三権分立があります。企業の場合も、これに似たような考えを持っていて、株主を主権者とします。株主が取締役を選び、取締役は株主の代わりとして執行部隊を選び、執行は取締役に報告する。そのシステムをチェックするのが監査という位置付けで、いろいろ似た点があるわけです。

例えば業務執行のトップを「プレジデント」と呼ぶ共通点もあるわけです。そうやってくると、株主と取締役の関係はどのようになるかという議論になってくるわけです。

一つ飛びまして、「株主・取締役間の権限配分」です。そもそも選ばれた者は主権者にどのような責任を負うかという位置付けを検討しなければならないことになりました。機関投資家の考えは、会社の資産は法人という会社のものになるわけです。

法人ですから、必ず自然人がその資産を管理しなければならない。自然人を選ぶのは、会社の資産を証券化した持ち分の所有者である株主が管理人を選ぶということです。特に英米では、取締役の位置付けは、株主の証券化された資産を、まず株主から選ばれた取締役が管理するというものです。「スチュワードシップ」という概念を欧米の投資家は持っているわけです。

その当然の帰結として、株主と取締役の間にどのような権限配分がなされるべきかという考え方が出てくるわけです。この三つ目は、機関投資家が議決権行使する際に争点にしていくポイントです。原則として、機関投資家の考え方は、取締役会への権限配分についてはそれほど異存を持っていません。

日本で言えば、取締役は株主総会が選ぶので、監査役についても恐らく同じ考えを持っているだろうと想像しています。ある程度取締役の権限配分には異存はないけれども、相応の体制を要するというのが、機関投資家の考え方です。

すなわち、例えば剰余金分配議案がこの1、2年の間に出ています。多くの機関投資家は、これについて原則は賛成するのですが、その前提条件として相応な体制、これはどうということかという、1段目に戻り、会社組織の三権分立です。要するに「チェック・ア

ンド・バランス」がきちんとできているかを問題にします。

チェック・アンド・バランスができていない一つの例としては、今選ばれる取締役と執行部隊が一体化している場合です。この場合は、取締役への権限配分は異存があります。そういった取締役の権限配分では、株主としては自分たちのコントロールが効かなくなるのではないかという恐れを持つようになるわけです。

例えば剰余金分配議案の場合、機関投資家は非常に単純な理論を持ち出し、社外取締役はいるかないか、社外取締役がいる場合は剰余金分配議案には賛成します。いない場合には反対します。これは、一つの考え方です。正しいかどうかはまた別問題として、一つの考え方としてこのような議決権行使の考え方を示してくれました。株主・取締役会の権限配分は、今私はここで剰余金分配議案を持ち出しましたがけれども、ほかにもいろいろなケースにも考え方は適用されます。

今回、こちらの有識者懇談会でも検討されているような第三者割当、買収防衛策に関しても、原則、機関投資家は、このガバナンス原則に立ち返って、株主・取締役間の権限配分に照らし合わせて好ましいものかどうかという判断を彼らはしてくると考えます。

「資本多数決、及び株主平等の原則」について機関投資家は、わかりやすい言葉で言いますと、非常にナイーブな考え方ですが、「株主はみんな平等だ」と。フランス革命の「自由・平等・博愛」と全く同じ純朴な気持ちといいたいまいしょうか、そういう気持ちでまず書かれたこの問題を眺めてみるようになります。

株主平等の原則は、特に欧米ではこれを「ワン・シェアワン・ボート (one share-one vote)」という表現で表します。例えばニューヨーク証券取引所でもこの原則がまず示されています。欧州でも、例えば欧州委員会が率先して取り組んでいるコーポレート・ガバナンスに対する欧州全体の取り組みの中にも、「ワン・シェアワン・ボート」が出てきます。

「ワン・シェアワン・ボート」をゆがめる制度、例えば種類株の発行であるとか、ライツプランがここにかかわってきます。これについて、彼らはフラットに反対というわけではないですけれども、そういった特殊な議案が出てくるときに彼らは必ずこの「ワン・シェアワン・ボート」に照らし合わせて「どうなんだろう」と見ながら検討します。必ず議案については大原則として、これが使われることとなります。

ワン・シェアワン・ボートは、実際どこまで徹底されているか、恐らく海外の投資家から見れば、「日本の株主総会もきちんとこの原則に従って決議を取られたのですか」という質問になり得る問題です。といたしますのは、株主総会の決議は、当然日本の場合には「こうしろ」という制度がありますので、「この議論はナンセンス」と言い切れるかもしれないけれども、議長はその場で声が大きいほうで採決をする制度が通っているわけです。

実は、これは英国の制度です。英国の場合も同じように、その場の「ショー・オブ・ハンズ」という言葉を使っていますが、その場の株主総会の雰囲気です。これをわかりやすく言いますと、「ワン・シェアワン・ボート」ではなくて、人頭のカウントです。

これが原則にあつて、株主総会は決議を採ります。もちろんこれは今では非常に古い制度で、まともにこれが通用するとは思えないのですけれども、少なくとも形式的にはこのようなかたちで行われて、非常に誤解を招きやすいということがあります。

英国でもこの議論はかなりされたようです。つい最近、英国でも会社法が新しく見直されて、「ショー・オブ・ハンズ」、「人頭」、人の頭でカウントするという方式は残されています。ただ英国の場合は、株主から異存があった場合は、きちんと票をカウントしなさいという位置付けになっていますけれども、少なくとも原則は、その場で決めるというのが筋のようです。

これについても、機関投資家は「おかしいのではないか」という考え方を持っています。買収防衛策、第三者割当、種類株も、「ワン・シェアワン・ボート」をゆがめる制度についてはその延長線上で考えてよいと思っております。

最後に、「公正な議決権行使制度及び取締役選任制度」がもう一つのポイントとして挙がるわけです。例えば国家の総選挙制度です。われわれが投票所へ行って一票を投ずるときは、仕切られたスペースでだれにも見えないところで投票することができるようになっています。現在の議決権行使書は記名式です。必ず名前が書いてあり、それによって行使するわけです。

これは見方によっては、例えば一従業員が、「取締役には賛成、ただし社長を除く」という勇気のある行為はなかなか取れないのが実態であるわけです。だから、アメリカでは、従業員、取引先、その会社に対して立場の弱いものが株主を兼ねた場合、そういった株主に配慮する制度として秘密投票制度が導入されています。

機関投資家は、自分たちに受託者責任があるわけですから、秘密投票の適用は当然受けるべきではないのですけれども、少なくとも弱い株主の意向が反映されるべきであるということで、秘密投票制度はあるべきだと考えています。

もう一つは、議決権行使結果の開示です。これは、会社だけに求めるのではなくて、機関投資家は、例えばアメリカの投資会社の場合であれば、自分たちの投資結果を公表することを義務付けられております。必要であれば、同様に会社側にも公表してもらって、お互いに開示し合いながら、実際の会社の経営の方針等が透明になるようなものを求めています。

これは、国の選挙制度においても全く同じことが考えられるわけです。個々の行使、頭ではなくて少なくとも「何票の賛成がある」、「何票の反対がある」ということぐらいあってもいいのではないかとというのが機関投資家の考え方になるわけです。これがまず一つの機関投資家が考えるガバナンス原則で、これに基づいてまず彼らは機関投資家としての立場を主張することになります。

もう一つ忘れてはならないのが、彼らは当然ながら株主主権を主張しております。すなわち、機関投資家のステートメントとして、「長期投資家は、ステークホルダーへの配慮は理解する。しかし、それは株主主権が前提である」という考え方になってきます。

#### (4) 議決権行使基準（定例要素）

5 頁目、「議決権行使基準（定例要素）」です。機関投資家のステートメントは二つあります。一つは、「コーポレート・ガバナンス原則」で、もう一つは「議決権行使基準」です。4 頁目の「ガバナンス原則」は、機関投資家のトップが声明等で読み上げるものであって、5 頁目の「行使基準」は、実際に事務局がマニュアルとして使うものです。

それがどのように決められているかというのが、こちらのポイントになります。いくつかの分野に分かれますので、項目ごとに話します。一つ目は、「議案の分類」で、議案の判断のときに考えられる要素として、まずその会社の業績及び資本効率性になるわけです。実は、連合会等をはじめ日本の投資家は、業績、資本効率性には高い関心を示しています。連合会も、例えば3期年度赤字の場合は反対するとか、あるいは ROE 8%を下回った場合には反対するという基準を持っております。

これに対して、海外の投資家は、業績及び資本効率性はほとんど見ません。これは日本だけの特殊な行使基準です。これはなぜかといいますと、日本の取締役は、ほぼ全員が執行担当ですが、当然ながら執行担当であれば、業績や資本効率性には責任を持たなければならないということで、日本の機関投資家は業績、数値基準を採用するわけです。

ところが、海外の投資家が見ている取締役会は、監督に専念している機関。執行はまたその向こうの存在なので、取締役会にチェックしてもらうのは、「向こうの執行役をきちんと見てください。業績、資本効率性は、特に問題にしない」というのが彼らの考え方です。面白いことに、例えばカルパース、TIAA-クレフ、ハーミーズという海外の有力な機関投資家も、日本の取締役会では業績をほとんど見ないということです。

よほどとんでもない業績であればもちろんですが、ほかの理由として個別に見る可能性はありますけれども、例えば日本国内の機関投資家のような基準をもって業績を見るということを彼らはしません。

次に、「取締役、監査役選任」についてどのような点を見るかという問題です。一つ目は、「取締役会の規模」です。例えば連合会は、21 名以上の取締役会については反対するという基準を持っていました。それから、「社外取締役・社外監査役の数、属性等」は、どれくらい社外の人がいるか、表面的な判断基準になります。

取締役選任、監査役選任は、コーポレート・ガバナンスの根幹をなす一番重要な議案ですので、じっくり見たいというのが彼らの本音です。この要望は、実はものすごく強いです。私も個人的なことを言いますと、多くの機関投資家に議決権の行使の見方を助言して、必ず聞く言葉が、「取締役を個別に見る手段は何かないか」と。

特に、海外系を中心によくありました。例えば、「〇〇会社は、こういう不祥事を起こした。だれがそのときに責任を持っていたか、それを調べる方法はないか」とか、「その取締役だけをはじき出す方法はないか」というケースです。業績がよくない場合には、「だれがそれに責任を持っているのか、それを見たい」とか、あるいはもっと数値的な基

準になると、「何年以上務めている取締役はだれでしょうか」とか、「何歳以上」という個人の属性に至るものまで個別に見たい。これは、海外を中心として非常に強い要請がありました。

しかし、6月の総会は、ただでさえほかの議案で忙しいときに、取締役の個人のところまではなかなか見ていられないのが前提だったということです。もう一つ大事なことは、日本の取締役は恐らく連帯責任になるだろう。ですから、連帯してほかの取締役を監視する責任があるのだろう。アメリカのように、個別取締役だけをはじき出して、その取締役に「責任あり」と突っつくのは日本ではおかしいのではないかという理屈で、なるべくこの各論には踏み込ませない方法を採用したことを覚えております。

実際に、取締役の選任議案で、機関投資家は何を見ているかという点、一つは、1番目に言った業績及び資本効率性です。それから、取締役会の表面的な規模であるといった数値基準です。ほかに取締役選任で見るとは、例えば社会的責任問題、不祥事を起こしたらどうか。そういった場合は、再任取締役に反対するとか、最近出てきたのが大量増資です。

大量増資を行った会社の再任取締役については、「疑義あり」という判断です。買収防衛策を導入した場合に、もう少し彼らが詳しくチェック体制を取っている、あるいは企業価値研究会の基準に照らし合わせて、それを満たしているかどうか。あるいは連合会、その他基金が制定している買収防衛策の導入基準を満たしているかどうか。そういう基準を照らし合わせながら取締役選任議案を見ているのが現状です。

三つ目は、「定款変更」です。定款変更は、3年前まではほとんど問題になることはありませんでした。定款変更は、通常ほとんど「賛成」というパターンだったのですけれども、3年ほど前から買収防衛策をにおわせる定款変更が出てきたことによって、かなりこれは変わってきました。もちろん会社法が制定されることになり、定款にも相当バリエーションが見られるようになったところから、俄然株主の間に関心を巻き起こしたのが、この定款変更議案です。

二つの大きなポイントは、一つ目は、「株主・取締役間の権限配分」。剰余金分配にかかわります。もう一つは、「変則的な株式制度」。まさに防衛策をにおわす株式制度について、多くの株主が関心を示すようになったという点です。

次に、「報酬」関連において彼らが関心を持っているのは、「支給・付与対象者の属性」です。特に機関投資家は、株主民主主義による監督と執行の明確な分離を求めているので、執行担当については気前よく、「いくらでも業績に連動した報酬はよろしいですよ」と。これは株主の利益にも一致するところがあります。それはそれでよろしいです。

しかし、監督の立場にある取締役は、株主の受託者責任を果たすべきです。受託者責任は、もともと無報酬であるという原則です。例外的に一定の報酬を払ってもいいと、少なくとも海外の投資家の中にはそのような原則を振りかざす者もいるわけですが、国内はさすがにそこまで考えていないようです。取締役は、原則無報酬です。

ただし、固定的なものは妥当な水準で認められます。よく言われているように、社外取

締役の報酬が、数百万で固定されているというケースがよくあるわけです。これは、機関投資家の意向も反映されているのではないかと思われるわけです。例えば社外の方に対して、業績連動型の報酬制度はおかしいのではないか。どちらかといえば、退職慰労金も、業績連動の要素があるのではないかと機関投資家は疑いの目で見ているということです。比較的、ここには反対が集中しやすいということが言えます。

#### **(5) 議決権行使基準（非定例要素）**

「非定例要素」は、議決権行使を行う事務局に大きなプレッシャーとなってやってくるものです。その典型的なものが、買収防衛策です。どこの機関投資家というわけではないですが、買収防衛策の実態を話します。買収防衛策は、本来事務局は定例議案として、「一律賛成」、「反対」とか、「条件を絞り込んで社外取締役がいる場合は賛成」、「株式持ち合い制度がない場合は賛成」、「自己資本比率が何%以下の場合は賛成」とか、彼らがいろいろな基準を作るのは簡単です。

買収防衛策は、マスコミの注目を浴びやすいことがあり、機関投資家のトップがあちこちで、「私はこう思う」、「私は買収防衛策に賛成である」、「私は反対だ」、「いろいろ企業とのしがらみがあって、内心は反対なんだけれども、賛成しなければいけない」とか、いろいろな話をすることがあります。これに事務局が振り回されているというのが実態だと思うのです。

その中で大まかに彼らの行使パターンを分析します。一つ目、国内の場合に、多くの投資家は、原則利害関係者との関係が重要なことはわかっています。自分たちは株主ですが、会社は株主だけのものではない、従業員にとっても大事です。多くの事務局はみんな日本人ですから、自分の親族の中には、もちろんサラリーマンとして一生会社で勤めてきた人もいるわけですし、地域社会における企業の貢献もよくわかっております。ですので、日本の企業や機関投資家の場合は、買収防衛策にふさわしい事由があれば賛成するパターンは珍しくありません。

次に、アメリカの投資家は、日本のライツプランにどうなのかということです。アメリカにはライツプランがあります。彼らなりに 20 年間勉強をしてきたということで、「中立性確保がされてあれば今の日本でもいいだろう」と判断する投資家もいるのが現実です。

欧州は、少し問題があるのです。「遠く離れた」がキーワードです。遠く離れた場合に、彼らにとって何が見えなくなるかということ、利害関係者が見えなくなります。例えば英国の機関投資家から、日本の従業員ははるかかなたです。逆に言えば、われわれだって、イギリスの工場に勤めている労働者の顔は全然見えない。投資先の彼らの顔も全然見えないとなれば、機関投資家から見れば、そういうことよりも自分たちの利益をまず優先してもらおうではないかと、株主主権の理論を優先します。

そもそも欧州では、買収防衛策は原則認められないという風土の中にあります。原則認めないという風土になれば、日本だってそうではないのでしょうかというのが、最大の議

論になります。

去年の6月の買収防衛策に関する行使パターンを見ていますと、一律国内の場合は、賛成が多かった。アメリカを含めた海外の場合は、ほとんど反対だったというのが買収防衛策に対する考えとしてまとめられるのではないかと思います。

もう一つ重要なものが、次の「投資先との対話及びエンゲージメント」です。これはここ2、3年、日本の国内投資家の間にも見られてきたものです。海外の場合は、もう少し前からありますが、エンゲージメントという位置付けで見られるようになったのは、つい最近のことになります。これをわかりやすい言葉で言いますと、「1対1のミーティング」です。機関投資家と会社との1対1のミーティングになります。

最近、「機関投資家詣で」と言葉がありました。例えば買収防衛策を出した会社が、連合会に出向いて、「ぜひ賛成のほど、よろしく願います」というような動きがあったと聞いております。

例えば連合会のホームページを見ると、「当会へ企業についての説明をされる場合は、この様式に記入ください」と、申込書があります。これはまさにそういうことが行われている証拠そのものになります。

彼らがどういう話をお互いに行っているかというのは、当然われわれが知る由もないです。恐らく、彼らの間では、経営方針とか、そういうものが話されているのだろう。それに伴って経営権争奪に対する考え方が話し合われているのだろう。そういうことが推測されるにとどまっているわけです。

このようなかたちが、非定例要素として挙げられますけれども、議決権行使がなされるうえで、これが大きな攪乱要因になっていると思うのです。ですから、事務局が一生懸命原則に従って賛成・反対を付けていっても、買収防衛策や投資家との対話、エンゲージメントによって振り回されるのが実態になります。

逆に言えば、監査役の方がどのようなかたちで機関投資家との対話に介入できるかというと、こういった部分になります。こういった部分は、事務局が一番振り回されやすいエリアになるわけです。こういったところに、例えば監査役が一押しすることで反対になってしまうような議案が賛成に変わることがあるかということになります。

とりあえず、ここまでが機関投資家がどのようなかたちで議決権行使をしてきたかというポイントです。

#### **(6) 機関投資家の議決権行使状況について（資料1-3）**

商事法務の資料15頁の表1-1、日本の企業年金連合会は10社ほどですが、運用受託機関が海外投資をしています。具体的には信託銀行とかアセットマネジメント会社が、おおよそ企業年金連合会の指図に従って行使している内容です。反対比率で目立つのは「取締役選任」、「退職慰労金支給」、「ストックオプション付与」です。

それぞれの反対理由を言うと、取締役選任で反対が多かった一つの理由は、去年から海

外で導入した ROE の 8% 基準です。3 期連続で ROE が 8% を下回る場合には取締役選任に反対するという基準に引っ掛かって反対が多くなっている状況です。

退職慰労金支給は、制度そのものを廃止する会社が増えてきました。それはそれでいいのですが、制度廃止に伴い清算支給をする中に社外の人がいることで反対が増えてしまうケースがかなりありました。

ストックオプション付与は、連合会の考え方としては、基本的に社外者に対するストックオプションの付与は反対することが反映され、高い水準になっています。

皆さん関心のある買収防衛策に関することは、分類上「その他会社提案」に入れていますが、その他会社提案にはほとんど反対がないので買収防衛策に対して連合会はほとんど賛成したという内容です。ただし、右の受託機関を見ると反対 297、16.1% が反対、この反対の多くは買収防衛策です。

受託機関の中には外資系もあります。外資系は全世界的に統一された議決権行使をするという原則を持っているところもあり、そういうところは日本法人の意向だけでなく、親会社の意向を反映して買収防衛策に反対した会社もあります。

16 頁の表 2-1 と 17 頁の表 2-2 です。アメリカとイギリスの機関投資家が対日投資においてどのような議決権行使をしたかを示したものです。

特徴の一つ目は、「取締役選任」はそんなに反対がない。カルパースが 3.6%、TIAA-CREF もそれぐらい、英国のフィデリティを見ても取締役選任にはほとんど反対がないのは、海外投資家は日本の取締役選任において業績基準は見えていないことになります。社外取締役がないことに反対するとこんな数では終わらないので、社外取締役がないことについても彼らはほとんど問題にしなくなりましたが、口では言います。基金のトップは必ず日本に来て、「なぜ社外取締役がないのですか」と必ずしつこいほど口には出しますが、実際の方針には反映されていない状態です。

それに対して気になるのが「監査役選任」に対する反対比率の多さです。カルパースは 16.3%、フィデリティに至っては 34.4% が反対しています。なぜこんなに反対があるのかももう少し詳しく見ると、彼らは社外監査役がいる場合に反対するケースがよく見られました。その理由の中に英語で言う「Lack of Independence」、独立性に欠けるという説明を付けているところが多くありました。

これの示唆するところは、彼らにとってなじみのない監査役制度について、恐らく株主総会の議案に出てくる以上、取締役と似たような者だろう。ただし、「audit」という言葉が付いているから、これは監査委員会だろうというくくりをしている。これはあまりにも乱暴な考え方であり、さすがに彼らでもコーポレートオーディターという制度はわかっています、問題なのは「議決権行使ガイドライン」です。

全世界統一で使っている「議決権行使ガイドライン」を持っていて、その中に残念ながらわざわざ日本のためにコーポレートオーディターに関する公式文書を彼らは持っていないので、運用担当者の事務局はどうするかというと、ダイレクターの一員として見てしま

う。ダイレクターの一員になると「audit」という単語が引っ掛かるから、オーディットコミティーと同じ判断基準を使うという流れになっています。

オーディットコミティーになると、アメリカの場合はニューヨーク証券取引所の規定があり、英国の場合はコンバインドコードの中にオーディットコミティーメンバーの独立性基準がこまごまと定められ、それを社外監査役にそのまま適用すると、残念ながら多くの監査役がこれに該当しないということで社外監査役に対する反対票が増えているのが実態です。これについてどう対処すべきか、今後われわれにとっても大きな課題になってくると思います。

特にフィデリティの場合は「補欠監査役選任」まで細かく数字を出しています。補欠監査役のほとんど全員が社外の人だと思いますが、35.5%の反対比率になっています。

もう1点気になるポイントが、「買収防衛策導入」に関する反対比率の高さです。カルパースは97.1%、TIAA-CREF・フィデリティは100%反対、ほぼすべての買収防衛策について海外投資家は厳しい見方をしています。

## (7) 欧州のコーポレート・ガバナンス

7頁からの説明をします。欧州のコーポレート・ガバナンスの特徴はまず一つ、国ごとに異なる企業文化・市場の性格です。イギリスと大陸間というよりも「イギリス対ドイツ」にしたほうがわかりやすいと思いますが、株主構成はイギリスの場合はアメリカと同じように機関投資家が過半数を占める非常に流動的な市場になっています。

それに対して大陸には支配株主がいます。日本と違うのは、ドイツはいまだにファミリー系の企業が多く存在し、ファミリーが持っている財団が株主になっていることが少なからずあります。例えばBMWはファミリー企業になっています。日本と大きく違うのは、相互持ち合いではなく、ドイツの場合は一方的に支配株主がいるパターンです。

いずれにしても、英国と大陸間で株主構成は大きく違います。英国の場合は非常に流動性が高く、ドイツの場合は流動性が低い。

二つ目は「取締役構造の相違」、英国の場合は一つの取締役会の中に監督と執行を兼ねる取締役会、それに対してドイツの場合は明確に分かれています。

三つ目は「従業員による経営参加制度の有無」、ドイツの場合は取締役会の上にある監査役会に、必ずしも労働組合の代表ではないのですが、従業員代表が経営参加しています。これに対してそういう制度が全くないのが英国です。

こういう違いを乗り越えて欧州委員会が会社制度の融合を進め、われわれにも将来跳ね返ってくると思いますが、少なからず機関投資家の行動パターンに影響を及ぼしてくるものがあります。一つ目は「各国のCode of Best Practiceを尊重」する。「Code of Best Practice」についてはあとで説明します。

二つ目は「欧州会社法制度の発足」です。例えばドイツの会社が英国で営業を行う場合、従来であれば別法人を作らなければならなかったものを支店でできるようにしたのが欧州

会社法制度です。これには二つ大きな問題があり、一つは取締役構造の相違をどう調和するか、二つ目は従業員による経営参加制度をどう調和するかという問題で、最終的には取締役会の選択性を認める。日本で言う委員会設置会社との選択性と同じことです。

欧州企業を設立する場合は、従業員の経営参加をすべての欧州企業に義務付け、実際には欧州会社でなくても、一定規模以上で国境を越えて事業を行っている欧州企業に義務付けることにより、欧州会社法制度を発足させました。既にドイツは、アリアンツや BASF など大きな会社は欧州会社法制度を導入し、その結果ドイツのガバナンスに大激震が走っています。ドイツは非常に固定的なガバナンスを採っていましたが、欧州会社法制度が発足したことにより、ドイツ企業は経営スタイルそのものを見直す大きな局面に差し掛かっているのが実態です。

三つ目は「欧州内に適用される買収指令」です。取締役の中立により、原則買収防衛策は認めない。例外的に株主の承認があれば認めますが、有事におけるブレイクスルーで排除される。このような共通認識を持つようになりました。

四つ目は「取締役の責任、情報開示に関する指令」、これは内部統制の考え方です。私は1年ほど前に欧州委員会に出張したことがあり、一つ気が付いたのは、彼らは会社法といっても縦割りの行政を行っています。内部統制の問題は例えばアメリカであれば、一つのサービス属性の中に取締役の責任、株主に対する報告制度、監査に関するものが一つのパッケージになっている状況ですが、欧州で驚いたのは縦割りで、それぞれの部局において取締役の責任を見るところ、情報開示を見るところ、会計監査を見るところに分かれ、それぞれが内部統制に関する考え方を持っています。

まとまってきているとは思いますが、かなり混乱している印象で、その辺が私の気になったことです。

欧州委員会が対応している域内調整のもう一つのポイントは、「国境を越える議決権行使」です。わかりやすく言うと、英国の投資家がドイツで開かれた株主総会にどうやって参加するかということです。これにはいくつかの障害があり、一つは制度面の違い、もう一つは物理的な違いです。

日本から見れば、電子的に議決権行使すれば終わりだと思うのですが、彼らの発想はもう少し踏み込んで、総会当日電子的に出席できないということで、例えば英国の会場とネットで結び、英国の投資家は大画面スクリーンであたかも総会に遠隔地で参加できる可能性を探る。これも欧州内では大変大きな問題で調整に手間取っています。

日本では株主総会で第2会場、第3会場が認められていますが、話によると英国は第2会場すら認められないという判決が出ているようで、同じ会場にいて採決に加わらなければならない。別会場にいる人の頭は数えられないというような制度上の違いがあり、これらの調整を目指しているのが欧州委員会の方針で、機関投資家は当然関心を持って見えます。

## (8) 自主規制によるガバナンス改革

8、9頁は飛ばして10頁、欧州独自の「Code of Best Practice」は何かという説明です。英国・フランス・ドイツの例で言いますが、なぜヨーロッパでガバナンス改革に取り組んだのかという背景です。

一つ目は企業不祥事があった。例えば会社が従業員のために取っておいた年金を使い込んだ、あるいは二重決算、ありふれた企業不祥事の頻発。二つ目は市場改革です。英国にはビッグバンがありますが、特に熱心に取り組んできたのがフランスとドイツです。理由は簡単で欧州統合、特にユーロ導入にあたり、各金融センターが少しでも自分たちの地位を高めようとしたことにあります。特にドイツはユーロの中央銀行を持ちたかったことで相当積極的な市場改革に努め、その過程において企業の会計制度の透明性を高める手段、リスク管理に取り組んだ経緯があります。

もう一つは機関投資家です。特にアメリカの機関投資家は日本株にも投資していますが、彼らは日本株よりもヨーロッパ株のほうが大好きです。とにかく何だかんだ理由を付けてはパリに行ったり、ドイツに行ったり、何が目的なのかわかりませんが、彼らは頻繁にそういうことをやっています。その過程でどんどんヨーロッパ株に投資しているので、ドイツ・フランス辺りでは外国人持ち株比率は40%近くに達している状況です。そういう影響で、各国ではコーポレート・ガバナンスの改革に取り組んできました。

どのように取り組んだのか、わかりやすい言葉で言うと、それぞれの国で有識者が集まり、その国のガバナンスをどう改善すればいいのかに取り組む、その結果彼らが作り出したのが「Code of Best Practice」です。これはその国の企業で行われている最も望ましいビジネス慣行で、例えば取締役会に半分ぐらい社外を入れましょう、社外の人に発言力を持ってもらいましょう、報酬はきちんと公表しましょうといったビジネス慣行の中で最も望ましいと思われるものを規範化したものが「Code of Best Practice」です。

これをどのように有効的な実効性のあるものにするかということ、それを企業が遵守したことを説明させるのが「Comply or Explain 原則」です。遵守できないからといってその企業に対して制裁を科すわけではない。ただし、なぜ遵守できなかったかを説明してもらおう意味合いを含め、「Comply or Explain 原則」を採用しています。

ここでの問題は、なぜヨーロッパでは「Code of Best Practice」がそれまで定着したのか。理由の一つとして、英国の場合は市場の権威を使った。90年代当時、市場には相当な権威があり、市場に結び付けることにより、例えば当時のロンドン証券取引所の上場規則の添付書類として「Code of Best Practice」を持たせ、企業が遵守するかしらないかを説明し、遵守ないし説明の両方を企業が守れなかった場合には退場願うという市場の権威を使って有効性を高めたのが英国の手段です。

ドイツの場合は英国ほど有力な市場がなく、証券取引所の規則にぶら下げるぐらいでは十分な拘束力を持たなかったので法律とリンクさせました。上場会社の憲法に相当する「株式法」に「民間が作成する Code of Best Practice に対して遵守するか、説明するこ

とを求める」という条文を一つ入れ、法律にすることで「Code of Best Practice」の権威を高めました。

フランスの場合は、エリート集団が集まり、企業のトップ間で「こういう規範を作った、もろもろはこれに従え」という方針で臨んできたので、その他もろもろは「トップの方がおっしゃるならしょうがない」というかたちで定着したユニークな流れですが、それぞれの国がいろいろ工夫をしながら「Code of Best Practice」の定着を図ってきたのが一つの特徴です。

### (9) Code of Best Practice の評価

評価を見ると、メリットの一つ目は「性善説に基づき、経営者の向上心を活かすことができる」、要するに遵守はしなくてもいいのですが、やっておいたほうがいいというのは経営者の気持ちをくすぐるだろうという位置付けです。同様に「取締役の意識改革に寄与する」、例えば前任者は守ってなかったけれどもわれわれは守ってやるとか、そういうことが考えられる。

三つ目は「株主による評価の実効性が期待できる」、株主は「Code of Best Practice」がない場合、事細かく取締役の数を数え、個々の取締役を見なければならぬのが、企業がいったんそれで説明してしまえば評価の必要はない。企業が「遵守した」と言えば、株主はそれを評価すればいいのが「Code of Best Practice」のメリットになります。

デメリットとしては、「拘束力がないことによる実効性の問題」と「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」という二つの問題があります。そこで、もう一度商事法務の数字を確認します。

### (10) 海外機関投資家の議決権行使状況（資料1-3）

18 から 21 頁の表 3-1・表 3-2・表 4-1 です。表 3 は、カルパースが議決権をどう行使したかという内容で、特徴は「会社提案」についてはほぼ全議案に賛成しています。

「取締役選任」の「Withhold」はアメリカの特殊な制度により取締役選任に反対票を投じられない、われわれから見れば首をかしげる制度ですが、棄権の 9 票は反対票と見ていいものです。これは見事に賛成が多いのですが、下の「株主提案」は間違っていると思うぐらい賛成が多く、カルパースはそれ相応に会社の方針に対して不快感を示している傾向があります。

表 3-2 はエクソンモービル、GE、GM が各社のホームページで株主総会の集計結果を公表したものです。「会社提案」についてはかなり高い票がありますが、「株主提案」についてもかなり賛成が目立ちます。アメリカの場合は相変わらず「会社対株主」の争点が健在であることが一つのポイントです。

これに比較して表 4-1 はイギリスの例です。グラクソ・スミスクラインと BP のケースで、同じく会社公表の賛成率です。ほぼ 99% の非常に高い水準になっています。なぜ

英国はアメリカに比べて高い水準で賛成率が集まっているかということ、これは取りも直さず「Code of Best Practice」の効果です。なぜ効果と言い切ったかということ、英国は機関投資家が企業と同じような「Code of Best Practice」を持ち、こういう場合には議決権はこう行使する、どちらかということ冒頭に私が言った、議決権ガバナンス原則に近い。

ガバナンス原則に「Code of Best Practice を遵守する」と言い切った会社に対しては、その会社とはガバナンスに対する論点は避けてもいい」という非常に重要なくだりがあり、会社が自主的に「うちの会社は全くガバナンスに問題ありません」と宣誓した場合、機関投資家はそれにあえてチャレンジしないという一つのルールができあがってしまった。

「Code of Best Practice」は、現在「コンバインドコード」の名称で呼ばれていますが、このグラクソも BP も「コンバインドコードの内容をすべて遵守します」というくだりがあるために、企業の投資家はその会社に対してあえてチャレンジしない方針を採るようになったのが、この数字に明確に表れています。

もう1点のポイントは、遵守しなかった場合、あるいは説明はあったけれども説明に合点がいかなかった場合に株主はどういう活動を起こすかということ、「エンゲージメント」という活動を行います。これは株主活動ではなく、1対1でその会社に説明を求める。投資家としてその会社がなぜガバナンスに問題がないのか、1対1でかかわりを持って協議するという意味で「エンゲージメント」という言葉を使います。エンゲージメントはかかわりです。これが新しいことです。

資料6頁に「投資先との対話及びエンゲージメント」と書きましたが、このエンゲージメントは定義されている言葉で、ガバナンスについて「1対1で会社と改善を協議する」という意味のエンゲージメントです。ひょっとすると日本の機関投資家もそういう動きに近づくのかなと感じています。

## (11) 監査役の役割に関して

12 頁から先は監査役の役割に関して、どういう点が参考になるかをまとめました。一つ目は「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。特に社外監査役の独立性が問題とされ、反対票が増加している。

英米でも何か参考になる制度がないか、探し出してきたのが二つ。一つはイギリスの「Senior Independent Director」、アメリカでは「Lead Director」、わかりやすい言葉で言うと、社外取締役のリーダーという位置付けで、おおよその定義は社外取締役の中で最も発言力を有し、チーフエグゼクティブあるいは CEO に対してずけずけものが言える立場の者を置く。

これはアメリカでもイギリスでも法律で定められたものではなく、ベストプラクティスで、イギリスではコンバインドコードの中に「Senior Independent Director を置きなさい」とあり、実際に7割ぐらいの会社が SID を置いているようです。

アメリカの「Lead Director」は、企業の自発的な取り組みで十数年前に GM が最初に

導入した制度です。同じようにチェアマン／CEO をでき得る発言力を持つ者を「Lead Director」にするという位置付けになります。これが制度の特徴です。実際に海外の機関投資家にヒアリングすると、この SID/LD に対しては相当な信頼感を置いているのが私の印象です。

もう一つ参考になりそうな制度が、イギリス英語で「Company Secretary」、アメリカ英語では「Corporate Secretary」と言う法定職務です。「Secretary」は日本語では秘書役と翻訳されがちですが、この位置付けは事務局長、総務部長、オフィサーですからそれなりの法定地位を持っています。アメリカの会社法、例えばデラウェア州の会社法に規定されている役職として、株主総会はどのように招集され、どのように開催されたか、全部を記録していく係です。だから「Secretary」ですが、最近ではオーディットコミティーも当然「Corporate Secretary」を置いています。

イギリスでも全く同じ制度で、イギリスの場合は資格試験があります。「Chartered Company Secretary」という制度で、イギリスですから王立の組織から与えられる勅許制度もあります。必ずしもそれを持っていなければ「Company Secretary」を務められないということではないのですが、大会社であれば、通常勅許状がない場合は「Company Secretary」になれない習わしのように、いろんな重要な責任を持っている政治制度があります。

これはどちらかというと投資家が頼りにするよりも一般の株主が頼りにします。登録株主等は「自分の株はどうなっているのか」、そういう点では日本の総務省に似ているところもありますが、例えば「私の株券はちゃんと登録されていますか」、「私の配当金はこういうところに振り込んでもらえますか」というのは「Company Secretary Office」で、通常「Secretary」はその組織のトップで、大会社だと 30 人ぐらい部下がいるようです。

日本で言えば、総務部と秘書室を兼ねたような組織があり、最近では監査委員会の事務局を務めるだけでなく、会社全般のコンプライアンス統括、リスク管理は恐らく別の部署だと思いますが、内部統制のかなりの部分について「Company Secretary」あるいは「Corporate Secretary」が責任を持って対処する方針になっています。特にアメリカの場合「SOX 法」の対応は、まず一次的な窓口は「Corporate Secretary」の役割になり、そういう役職が非常に重要な地位を占めることになります。

私も二三「Company Secretary」の事務所を訪問したことがありますが、大きな個室を持ち、だれが見ても間違いなく重要な役職と思えるような位置付けがされています。こういった機能からの説明がある場合、多くの投資家はそれを「信頼」する。この「信頼」は、信頼してもいいという相互理解で、それが存在することは一つ参考になると思います。

最後の頁になりますが、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」、日本でも定めてないはずで、単に自主規制で異なる役割を期待している。アメリカは証券取引所の規則の中に「オーディットコミティーメンバーは会計に明るくなければならぬ」と初めてそこで出てきます。SEC でも本体の規則ではなく、

ルールに落とし込むところで初めて出てくる状況で、社内・社外はそういうレベルのようです。日本の多くの機関投資家は社外にこだわりますが、それはある程度反論の余地があると思います。

二つ目のポイントはドイツの監査役会のことです。ドイツの監査役会は監督機能に特化している。あるドイツの会社法の先生が言っていましたが、ドイツの監査役会は拒否権を持っている。実際に彼らは年に数回しか集まらず、どの程度機能しているかというのはドイツでも相当議論されていますが、少なくとも彼らは「執行役の人事権」と「執行業務の同意権」という大きな権限を有している点は参考になると思います。

これは日本がモデルにしてきた監査役会であり、ドイツの場合はさまざまな経緯を通じて、当初のドイツの監査役会は単に会計監査のみで始まったらしいのですが、19世紀にはさまざまな過程からこういう権限が付与されるようになったと聞いています。

3番目、4番目、5番目のポイントとして、「買収防衛策・第三者割当増資に関する役割」、「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」、こういった点についても必要ではないかということで、この先はディスカッションの場で採り上げたいと思います。

## 2. 意見交換

報告後、意見交換が行われた。主な要旨は以下のとおり。

- ・ ここ数年問題とされるような大規模第三者割当増資について、株主、投資家の不満はどこにあるのかということも踏まえ、監査役としてどのような対応を採り得るか。
- ・ 検討すべき点としては、機関投資家が評価してくれるかという点である。例えば、第三者割当のときに監査役がお墨付きを与えたとして、それを果たして機関投資家は評価してくれるだろうかという問題点がある。機関投資家が評価するうえで、いくつかの要素が必要になるが、一つ目は英米の「Senior Independent Director」とか「Company Secretary」のような位置付けで監査役を評価すれば、少なくともアメリカはこういう人たちの説明を信頼する傾向があるため、監査役がこのような役割を果たせるのが前提条件になるのではないかと。もう一つは、例えば日本に「Code of Best Practice」を何らかのかたちで導入し、日本にどういった権威を持たせるかというのが問題点になるが、例えば、日本監査役協会が限定した範囲で、監査役に関するベストプラクティスを設定し、それを何らかのかたちで国内外の投資家に評価させ、「この会社は監査役協会が作ったベストプラクティスを全面的に遵守した」、遵守しない場合は「この分野である」と説明すれば、その投資家に監査役選任については一言も言わせないというかたちを組むことにより監査役の権威を高め、そうすることにより一定の第三者割当や買収防衛策が有効に効いてくるのではないかと。
- ・ 「Lead Director」や「Senior Independent Director」と監査役にはどのような差が

- あり、実際に投資家から見て何が足りないのか。
- 日本の社外監査役の中にも相当な力を持っていて、社長も十分耳を傾けて話を聞いているという例もあり、そういった場合には間違いなく「Lead Director」や「Senior Independent Director」の資格も資質も備えていると思われるが、海外の投資家からは「Director ではない」という一点のみで評価されてしまう面はあるのではないかと。
  - オーディットコミティーのメンバーと「Lead Director」にはどういった違いがあるのか。
  - 「Lead Director」は取締役会に置かれるため、位置付けは異なるが、「Lead Director」がオーディットコミティーのメンバーとして入ることはあり得る。
  - オーディットコミティーであるというイメージはマイナスになることもあるか。
  - 決してマイナスには捉えていない。逆にマイナスではないために、「なぜその会社につながるの深い人が社外役員としているのか」という話になる。したがって、例えば報酬委員会よりも高い独立性を求められるのではないかと。
  - 海外が求めているオーディットコミティーの独立性を満たすだけでは「Lead Director」にはなれないのか。
  - 特に「Lead Director」の基準はないが、何人もいる Independent Director の中で主導権を持って引っ張っていける人だけである。オーディットコミティーのほうが、どちらかというところ専門職的で、それに対して「Lead Director」はもっとボスのリーダーの要素が求められるのではないかと。
  - ベストプラクティスや行動規範を作り、その内容を遵守しないのであれば、その理由を何らかの方法で説明をさせるという方策は今後採り得るのではないかと。
  - 海外からの理解を得るうえで、監査役の独立性の要件に問題があることははっきりしており、改善していく必要はある。問題はそれだけで十分かという点だが、買収防衛策や第三者割当増資のような個別具体的な問題について、監査役が関与する何らかの強制的な仕組みを作ることで、どこかに「監査役の言うことを必ず聞く」という部分を作らなければグローバルに信頼される制度にはなり得ないのではないかと。
  - 例えば監査役会議長は独立した監査役が務めるようになれば、海外からの信頼を得るうえで効果的ではないかと。
  - 機関投資家が 2、3 日で判断するのに必要な要件として考えられるのは、ベストプラクティスに準拠したことを宣誓させることではないかと。それがあれば、機関投資家はそれをチェックしてそれ以上は見ない。単に監査役選任議案に賛成を取るだけであればそういう方法はあるかもしれない。ただ、本質を現しているとは言えないが、そうしたものが積み上がって、初めて海外の投資家が監査役を理解する面もあるため、一つのステップとして考える必要はあるのではないかと。
  - 日本においても各方面の関係者がベストプラクティスを検討していると思うが、それらを統合することで、海外からも理解される日本的な基準ができるのではないかと。

- 例えばイギリスやフランス、ドイツといった国々では、日本の経団連に相当するようなその国の企業を押さえる組織が主体となってベストプラクティスを作ってきた。本来なら一番やりたくないと考えているであろう組織が動いたことはポイントになっているのではないか。
- 「Corporate Secretary」が信頼を得ている理由はどこにあるのか。
- 取締役とは異なる独立した立場にあり、取締役会の事務局長として機能している。アメリカでは株主総会の招集権者であり、イギリスでは資格制度もある。こうした立場や資格に裏付けられた重要、中立的な地位にあり、尊敬を得る機関である。日本の監査役に近い面もある。

以上