



## 「ACGA事務局長を囲む会」レポート

JSSでは、コーポレート・ガバナンスへのご関心が高いお客様向けに、海外機関投資家またはその関係者の訪日機会を捉えて、直接、意見交換をする場として「機関投資家代表者を囲む会」を時折開催しております。普段のIR/SR活動で機関投資家に囲まれてしまうことが多い発行企業の皆様で、機関投資家やその関係者を逆に囲んでしまおうという企画です。

今回は、昨年5月15日に発表した「日本のコーポレート・ガバナンス白書」（以下「白書」）が大きな話題を呼んだ「アジア・コーポレート・ガバナンス協会」（Asian Corporate Governance Association: 略称「ACGA」）の事務局長であるジェイミー・アレン氏をお招きして、白書の考え方や位置付け、その後の展開などについてお聞き

するとともに、白書の提言内容についての日本企業の皆様のご意見などを直接表明していただくための意見交換会を、さる2月12日に開催しました。白書の共著者でもあり、発行者でもあるアレン氏より直接お話をうかがう貴重な機会となりました。

ACGAによる白書は、それに署名した欧米機関投資家のみならず、皆様の機関投資家株主の議決権行使判断にも影響を与えつつあり、本年以降の株主総会準備においても留意すべき内容を多く含んでいます。本稿では、白書の6大論点別に、今回の「囲む会」で話された内容の概略をご報告することといたします。

### 論点：企業所有者としての株主

#### 白書の主張：

- 日本企業経営者は“ステークホルダー・キャピタリズム”とでもいうべき考え方に基づいて経営をしていると標榜している。しかし、この主張は時代遅れであり、根本的に不正確な理解である。
- 上場企業においては、所有者としての株主の権利が十分に認識され、保護される必要がある。株主とその他のステークホルダーの利益との最適なバランスは、国際資本市場のルールや慣行を通じて達成される。
- 私達は株主の公正な処遇は、ステークホルダーの公正な処遇との整合が可能であり、また、そうあらねばならないと考える。

当日の議論：（以下、「参加者」は事前質問と司会者の発言を含みます）

**参加者：**ステークホルダーを重視することは、長期的な機関投資家の多くが署名している、国連の責任投資原則（2006年発表）に謳われているESG（環境・社会・ガバナンス）に十分な配慮をした、長期的に持続可能な経営に通じるものと思われるが、白書の最初から「時代遅れ」「不正確」と言われると、白書のその先を読むのが嫌になってしまう。なぜこのような攻撃的とも言える導入部分にしたのか？

**アレン氏：**日本企業には、株主以外のステークホルダーを優先して、少数株主の利益が軽視されてしまうケースが多い。株主軽視が表れているのは具体的に、株主の意に沿わないポイズンピルの導入、株主利益を阻害する第三者割当増資、株主総会スケジュールに関する日本的慣行等々を挙げることが出来る。逆に西洋の企業において行き過ぎた株主重視で失敗したケースもある。株主ばかり優先すべきと主張しているわけではない。株主を他のステークホルダー同様にフェアに扱って欲しいという願いと考えていただければと思う。

**論点 : 資本の効率的活用**

## 白書の主張 :

- 人口構造と社会の変化にともない、日本の上場企業に対し年金原資捻出のためのパフォーマンス向上を求める圧力が強まると考えられる。確実な社会的成果をあげるには株主価値の向上が必須である。
- 経営者は財務や経営における規律を厳格に守り、長期的な企業価値の最大化に努めねばならない。企業は現金を保管する「金庫」ではない。
- 中長期的に見て、日本の大企業の株主総利回りは高配当企業の方が低配当企業のそれを上回るという明白な証拠がある。
- 新規投資への具体的な数値目標や方針が明確でない。余剰キャッシュが漫然と蓄積されている場合、その所有者は株主でもあるので、配当の引き上げや自社株買いを行うべきである。

**論点 : 独立した立場からの経営陣の監督**

## 白書の主張 :

- すべての株主の代表として、独立した立場で外部から経営陣を監督する透明なプロセスの確立が必須である。
- 私達は、伝統的な取締役会構造の企業も含めて、すべての企業がかならず最低3人の独立社外取締役を可及的速やかに指名するよう提案する。中期的には社外取締役が、取締役会の3分の1を占めることが理想的である。長期的には少なくとも2分の1まで増員することを提案する。
- この比率は取締役会が効果的に機能するために必要な、独立社外取締役数の下限数に関する先進国市場（日本を除く）での実証に基づいた数値である。

## 白書の議論 :

日本の監査役制度では監査役は取締役会での議決権を持たないため、独立性を高めてもモニタリング機能に限界がある。企業経営の経験が豊富な独立取締役を選任することがより重要である。

**参加者 :** 取締役会の独立性が高ければ高いほど良いという議論には正直疑問を感じる。米国のGM（ゼネラル・モーターズ）を例にとると、取締役の9割以上が社外者でその半分以上が大企業の現職幹部や元CEOなど企業経営の経験が豊富な人々となっている。そのような立派な取締役会の判断で経営してきたなぜ今般のように経営危機を迎えているのか？何を間違ったのかコメントしてほしい。

**ルソ氏 :** GMのような米国大企業ではCEOに絶大な権限が集中する傾向が強いので我々は英国のように取締役会の会長職とCEOを分離すべきだと考えている。また独立取締役についても米国大企業の現職幹部や元CEOといった人々は、CEOの高額報酬にあまり疑問を持たないし、CEOを援護しがちな傾向もある。GMの場合は強い労組に影響されて労働関連コストが高すぎた点が経営危機につながっているのではないか・・・

**論点 : 新株引受権（注）**

## 白書の主張 :

- 新株引受権に関しては、既存株主が第三者または少数の特定株主への新株や転換証券の発行による希釈化から適切に保護されるように、配慮されてしかるべきである。
- 近時、英国や香港に在住する機関投資家は、かかる第三者割当や私募発行がもたらすマイナスの影響について極めて敏感になってきている。
- 招かれざる買収者を撃退するための第三者への有利発行を企業が行うなど、日本で徐々にこの問題は注目されてきているものと考えている。

（注）本論点は、増資の手法として既存株主に優先的引受権を与える「Pre - Emptive Rights」の制度を日本に導入することを示唆しながら、日本式の「第三者割当増資」に株主からの一定の牽制を働かせるための論点ということができる。

**参加者：** 近年、会社法の穴をついて第三者割当増資が不適切に行われるケースも確かにあり、より厳しい規則を課すべきとも考えられるが、第三者割当増資を全て株主総会承認決議とすると、財務的緊急時の資金調達が機動的に行えず、会社が危機に陥る可能性が高まるとも考えられる。この点をどう考えているのか？

**ルソ氏：** 第三者割当増資を全てその都度の株主総会承認決議にすべきという主張ではない。第三者割当増資は、発行価格や発行株式数をはじめ、どんな条件の有利発行であっても通常は取締役会決議だけで決められ、既存株主の利益が損なわれることを考慮しない会社が多い。発行予定株式数については年次株主総会決議を経るように、現行株価と比較した値引き幅などについては事前に上限値を設定するようしておくべきではないかという提言である。英国や香港の制度に参考にできる点があると思う。

## 論点 ： ポイズンピル・買収防衛策

白書の主張：

- 経営陣の保護と株式公開買い付け阻止を目的とするポイズンピルの採用は、株主、企業の双方にとっての利益にならない。企業はこれの廃止を考えるべきである。
- 一方で“シェアホルダー・ライツ・プラン”ともいうべき方式をとることで、実行可能で公正な選択肢が確保されるべきである。とはいえ、企業買収に対する最善の防衛策とは通常高株価と上手に経営されている企業である、ということにつける。
- 日本の企業は、ポイズンピルの発祥の場である米国で段々人気なくなっている正にそのときに、ポイズンピルの採用に向かって行っている。

白書の議論：

ポイズンピルは現行経営陣の保身のために使われたり、結果として株主が高い値段で株式を売却する機会を阻止することになるので、反対する。具体的には、会社経営権の変更があっても株主をフェアに取り扱うことを担保する仕組みとなっているか、あるいは株主価値の最大化に向けて機能するポイズンピル以外には反対する。但し、カナダ型ライツプランは容認する。

**ルソ氏：** 実は主張の三番目の、米国でポイズンピルの人気なくなっているという点は本日訂正しなければならない。米国では昨秋以降の株価暴落を受けて多くの企業が買収リスクの高まりを認識した結果、ポイズンピルの導入が増えている。

**参加者：**（苦笑）

## 論点 ： 株主総会と議決権行使

白書の主張：

- 株主総会の時期および株主議決権投票の処理プロセスは、株主がそれらの情報へのアクセスが確保されており、かつ、それらは公平、透明でなくてはならない。
- 株式持合いを新たに進めることや票決結果の予想を困難にする株式持ち合い構造は株主総会、特に臨時株主総会の投票結果をゆがめている。
- 年次総会その他の株主総会におけるすべての決議案についての投票は、集計・記録されなければならない。私達は、すべての投票結果を可及的速やかに公表するよう提言する。理想的には総会の翌日、あるいは遅くとも5暦日以内にすべきである。

議論：

株主総会に関する公正さ、透明性、アクセスの観点から特定日への集中を避けること、招集通知書を早期発送（少なくとも総会前21日、さらに言えば28日前）すること、招集通知書の英文も作成すること、決議結果公表の際、賛否数も公表すること、等を発行会社へ要望する。

## その他の質疑応答より

**参加者：** 役員報酬の変形として1円ストックオプションを取締役等に与える例が多いが、ガバナンスの観点からどのように考えているのか？

**アルン氏：** 個人的な意見となるが、ストックオプションを役員報酬に利用することは、オプションを付与された人間が最終的に受け取る金額と会社の業績が直接リンクしないので反対である。当然1円オプションについても反対。業績に連動する報酬は現金賞与でよいのではないかと考える。

**参加者：** お話を聞いていると、そもそもアレンさんはどのようなタイプでもストックオプション自体が好きではないように感じられるがそういう理解でよいか？

**アルン氏：** （苦笑）

## その後のフォローアップを含む講評と考察

ACGAが「日本のコーポレート・ガバナンス白書」を発表した昨年5月15日と、その4ヶ月後の9月15日の「リーマン・ショック」を経た現在とは世界経済情勢が一変しました。一部の海外機関投資家から、「バランスシートに使い道もなく溜め込んでいる」といわれたキャッシュに助けられている日本企業も少なくないようです。

リーマンのみならず、ウォール街の錚々たる投資銀行が経営危機に直面した後何とか持ちこたえ、米国ビッグスリーの一部、クライスラーがとうとう連邦破産法申請をした今日この頃、ACGAの主張のいくつかに首をかしげる読者も多いことでしょう。

一方、今回事務局長から直接話を聞くことで「日本のコーポレート・ガバナンス白書」に対する初期的なアレルギー反応はなくなり、いくつかの論点については着目すべき点として理解が深まったという意見も聞かれます。

ACGAではその後3月に、メンバーである欧米の機関投資家とその関係者で代表団を組んで訪日し、経済産業省、金融庁、経団連、東京証券取引所、本邦機関投資家などを訪問してロビー活動を展開し、特に「上場企業への社外取締役導入の義務付け」に重点を置いて交渉を重ねたようです。株主総会シーズンを迎えた多くの日本企業にとっては「幸い」かもしれない結果として、その交渉は現状難航している可能性があります。

今年の株主総会で「日本のコーポレート・ガバナンス白書」に署名した機関投資家が白書の主張に則して全く同じような議決権行使をするわけではありません。一部の署名機関では既に社外取締役が不在の企業の取締役選任議案における社内出身候補全員に反対票を投じている機関がありますが、そういった行使判断についてはメンバー内でも賛否両論があるようです。

海外機関投資家の中には同じ機関の中でも「タカ派」と「ハト派」、あるいは「北風派」と「太陽派」が存在するケースがあります。前者は「日本企業は強いガイアツ（外圧）と「指導」によってのみしか変わらない」という考え方に傾斜し、後者は「日本企業のことをよく勉強して丁寧に話をすれば、大概分かってくれて改善に取り組んでくれる」という考え方といえましょう。

「日本のコーポレート・ガバナンス白書」には、両者が混在しており、今後も日本企業の取り組み状況によってアプローチは変容していくことでしょう。

「日本のコーポレート・ガバナンス白書」の内容は下記URLで日本語訳をご覧ください。

[http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA\\_Japan\\_WP\\_May2008\\_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf)

編集室へのお問合せ： [info@jss-ltd.jp](mailto:info@jss-ltd.jp)