

投資家と企業の対話ガイドラインについての意見書

平成 30 年 2 月 15 日

フィデリティ投信 三瓶裕喜

当フォローアップ会議は、建設的な「目的を持った対話」を“形式”から“実質”へ深化させ、企業価値向上における課題解決を果たし、結果を出すことを求め、「ガイドライン」の策定および、必要なコーポレートガバナンス・コード（以下、CG コード）の見直しを検討していると認識する。

このような認識の下、「投資家と企業の対話ガイドライン（仮称）」（以下、当ガイドライン）について以下の通り意見を述べる。

1. 目的—より実効的な対話—

- ① 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上
- ② そのために解決すべき経営課題の特定・共有
- ③ 解決への取り組みと結果の継続的なモニタリング

2. 策定・活用にあたって留意すべき点

- ④ 上記②は、個々の企業によって課題の種類、優先順位、求められる時間軸は異なるため、当ガイドラインの各項目を一律に全ての企業に当てはめることは実効的ではないことに留意が必要。なお、ここで焦点を当てる経営課題とは、経営監督に関わる事項に限定されず、企業価値創造に直接関わる経営執行に関することが当然含まれる。

3. 1. 経営環境の変化に対応した経営判断 1-2、2. 投資戦略・財務管理の方針 2-2 について

- ⑤ 資本コストと資本リターンのあるべき関係について言及しているが、企業意識調査などによると既に資本コストを超える資本リターンを達成しているとの回答が多く、投資家の認識との隔たりが大きい。したがって、財務管理の方針に、資産サイドの収益力に見合った負債・資本の管理や、戦略と統合的なキャッシュフロー管理を行うべきことについて明示すべきである。例えば、以下の通り。

- 2-2 経営戦略や投資戦略を踏まえ、財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。財務管理の方針とは、例えば、事業資産の収益力およびリスク、その特性に見合った資本の選択（有利子負債、株主資本）、および株主資本の使途・その配分（有利子負債調達に必要な財務健全性を担保する目的、リスク性資産に対する直接のバッファとしての目的）などである。

4. **3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等**について

■ 3-1~4、3-6~7

- ⑥ 中長期戦略における課題解決に向けて機能発揮するために必要とされるスキルは取締役会全体として備わっているか。取締役会が全体として機能する構成となっているか。

例えば、候補者の経歴・人格が申し分ないという従来型の説明ではなく、取締役会として、どのようなリーダーシップをCEOに求めるのか、取締役会全体としてどのようなスキル・ポートフォリオまたはバランスを必要としているのかを明らかにして選解任する体制になっているか、などである。

■ 3-8~9

- ⑦ 取締役会から独立した監査役会の機能発揮のため、また、海外を含めた子会社管理の実態把握のためなど、監査役等の支援体制、内部統制システム、会計監査人との連携について現状の取り組み及び課題を明示すべきである。

■ CGコード補充原則 4-11③「取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。」について

- ⑧ 現状では多くの企業が、各取締役へのアンケート調査や第三者機関を活用したヒアリングなどを行っているが、CGコード原則 1-4については、取締役会において毎年検証が実施されているか、どのように合理性の検証が行われているか、真摯に取り組んでいる様子を具体的な説明・情報開示している例は極めて限定的である。したがって、CGコード原則 1-4の実施状況について、補充原則 4-11③取締役会の実効性評価の開示の対象とすべきである。【※】

5. **4. 政策保有株式**について

- ⑨ 「いわゆる政策保有株式」には、特定投資株式のみならず、退職給付信託によるみなし保有株式が含まれることを明示すべきである。

- ⑩ CGコード原則 1-4「毎年、取締役会で主要な₁政策保有についてそのリターンとリスク₂などを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、」の文言はまるで純投資を前提としたような表現で違和感がある。すなわち、[1] 主要ではない政策投資の意義は不明であり、検証もしないのならば解消すべきである。[2] また、純投資の場合の「リスク」はリターンのボラティリティを指すが、リターン目的の投資ではないはずであり、政策投資の場合はバランスシート上のリスク性資産と認識すべきであり、それを支える株主資本充当の無駄遣いについて検証すべきである。【※】

⑪ CG コード原則 1-7 に則り、「保有させている」側（取引先）との持ち合い関係の枠組み（資本提携や取引条件等）を開示するとともに、モニタリング体制・状況を開示すべきである。【※】

6. CG コード 3-1「情報開示の充実」、補充原則 3-1①「上記の情報の開示に当たっても、取締役会は、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである。」について、真摯に励行することを改めて求めるべきである。

注) 【※】は、当ガイドラインと併せて CG コードの見直しが必要と考えられる箇所。

以上