

論 点 メ モ (3)

資料3

項 目	論 点	備 考
<p>投資家行動等をめぐる論点</p> <p>1. 基本的な考え方</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 市場を通じた上場会社のコーポレート・ガバナンスのあり方を考える上では、株主・投資者がどのように行動し、どのように経営監視を行っていくかが、重要となるのではないか。 ● その際、株主・投資者による行動としては、 <ul style="list-style-type: none"> ①パフォーマンスの悪い株式は売却する、 ②議決権の行使を通じてガバナンスの発揮を図る、 ③(①及び②を背景に、)経営者との日常の対話の中で、経営についての議論を行う、 ことが挙げられるのではないか。 ● 上記①～③の各類型ごとに考えられる論点を整理すれば、2. 以下のとおりである。 ● また、この点に関し、株主・投資者は短視眼的であり、中長期的な視野に立った企業評価を期待しえないのではないか、との指摘があるが、どう考えるか。 他方、短期的投資の傾向は、これまでの日本市場特有の要素であり、今後、投資家の機関化がさらに進んでいけば、変化していく可能性が高いのではないか、との指摘があるが、どう考える 	<ul style="list-style-type: none"> ● 【資料4 p.1】 日独米の機関投資家アンケート結果

<p>2. 的確な企業評価に基づく投資</p>	<p>か。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● さらに、株主・投資者からの要請を受けて株主配当等の水準を向上させることは、労働分配率を低下させることとなるのではないかと、との指摘があるが、どう考えるか。 他方、年金資金など投資家の機関化が進む中で、株主・投資者と従業員との二分論は必ずしも適切でない、あるいは、経済のグローバル化が進展する中で、労働分配率の低下を補うためにも、配当所得による補完が必要となる、等の指摘があるが、どう考えるか。 ● 「パフォーマンスが悪い株式は売却する」とのメカニズムを通じて、上場会社に対するコーポレート・ガバナンスの改善を図っていくためには、的確な企業評価に基づく投資行動が重要になると考えられるがどうか。 ● これを可能とする環境整備として、ディスクロージャーの充実、アナリスト機能の充実、市場における価格発見機能の確保等が課題となると考えられるがどうか。 ● その他、的確な企業評価等に関し、検討しておくべき点があるか。 	
-------------------------	---	--

<p>(3) 議決権行使に係る環境整備のための取引所等の取組み</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● さらに、個々の機関投資家によっては、議決権行使の結果まで公表している場合があるが、議決権行使結果の公表まで業界ルール等で求めていくことや、個別議案ごとの議決権行使結果など公表内容をより詳細なものにしていくことについてどう考えるか。 ● 上場会社サイドにおいても、各議案の議決結果について、単に可決か否決かだけでなく、賛成・反対の票数まで公表することを取引所ルール等で求めていくべきであるとの指摘があるが、どう考えるか。 ● 資産運用者による適切な議決権の行使は、受託者責任の重要な構成要素であることについて、より一層の明確化を図るべきであるとの指摘があるが、どう考えるか。 ● その他、議決権行使ルールのあり方に関し、検討しておくべき点があるか。 ● 取引所では、従来から企業行動規範等において、上場会社に係る議決権行使に関する環境整備が図られてきているが、これらの取組みをどのように評価するか。 	<ul style="list-style-type: none"> ●【資料4 p.14】 機関投資家による議決権行使結果公表の例 ●【資料4 p.15】 上場会社における議決権行使結果公表の例 ●【資料4 p.16～17】 米国における議決権行使と受託者責任(エリサ法、エイボン・レター) ●【資料4 p.18】 東証の投資家向け意見募集に寄せられた意見の概要 ●【資料4 p.19】 株主と上場会社の対話促進のための環境の整備に向けた東証の取組み
-------------------------------------	--	---

- 例えば、上場会社における株主総会の開催日は、日ベースでの集中は改善がみられるが、週ベースでの集中はなお解決していないとの指摘がある。この点について、どう評価するか。株主総会が集中して開催されるため、株主・投資者が議決権行使等するための判断機会が十分与えられていないとの指摘があるが、どう考えるか。
- また、上場会社における株主総会の招集通知の発送がより早い段階でされれば、株主において、より十分な検討時間が確保できる、また、議決権行使の判断材料となる説明をより充実させるべきである、との指摘をどう考えるか。役員報酬の決定方針等についての説明を、より充実させるべきである、との指摘があるが、どう考えるか。
- さらに、IT技術等が進展する中、電子的な方法による議決権行使がこれまで以上に重要となってくるのではないか。議決権電子行使プラットフォームの利用を取引所ルールにより上場会社に義務づけるべきである等の指摘について、どう考えるか。
- また、上場会社における株主総会の議事運営等に関し、例えば、①速記や通訳を入れる会社が1割未満に過ぎない、②株主本人の参加のみが認められており、運用指図者や通訳、弁護士等が株主総会に参加できない会社が7割以上となっている、また、③議場における採決方法も、9割を超える企業で拍手によっている、といった指摘があるが、これらについてどう考えるか。

- 【資料4 p.20】
上場会社における株主総会開催日の集中度
(日・週ベース)
- 【資料4 p.21】
上場会社における招集通知の発送日の状況
- 【資料4 p.22】
招集通知の発送に関する取引所ルール
- 【資料4 p.23】
取締役にかかる報酬の開示等のルール
- 【資料4 p.24】
上場会社における議決権電子行使プラットフォーム利用の状況
- 【資料4 p.25】
株主総会運営の状況

<p>4. 株主・投資者による経営との対話の充実</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● ガバナンスの充実の観点から、金商法上の内部統制報告書をはじめとする開示書類を、株主総会における議論の材料とするよう、株主総会への提出書類とすることを可能にすべきであるとの指摘があるが、どう考えるか。 ● その他、議決権行使に係る環境整備のための取組みに関し、検討しておくべき点があるか。 ● 株主・投資者においては、株式売買や議決権行使を背景に、経営者との日常の対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要になると考えられるが、どうか。 ● 国際的に活動する上場会社の中には、経営トップ自らが海外の機関投資家等との対話を行い、経営の方針等について突っ込んだ議論を行っているケースがある。国内においても、上場会社の経営トップと機関投資家等との間で、同様の環境が整っていると考えてよいか。 ● このような環境の中で、上場会社の経営トップが、自らの経営方針等について、株主・投資者の言語で的確に説明し、株主・投資者との間で経営についての建設的な議論を行っていくことが重要と考えられるのではないか。 ● 経営方針等をめぐる経営者による株主・投資者との対話が、このような形で日常的に行われるようになれば、企業買収等の局 	<ul style="list-style-type: none"> ● 現行、有価証券報告書の添付書類として株主総会に報告した計算書類及び事業報告を求めている内閣府令の規定の存在。 ●【資料4 p26】 株主・投資者と経営との対話の状況
------------------------------	---	---

<p>5. ルール整備等のあり方</p>	<p>面においても、感情的な対応を避け、経営者が自らの経営方針等を株主・投資者に明確に説明していくとの対応が促進されることとならないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 株主・投資者と経営者との間で、経営方針等をめぐる建設的な議論が行われるような環境整備をどのように図っていくか。そのためには、機関投資家の行動が極めて重要であると考えられるが、どうか。 ● 「経営に対してものを言う健全な投資家」の厚みをどのように確保していくか。 ● 株主・投資者と経営との対話の充実に関し、フェア・ディスクロージャー、インサイダー取引との関係をどのように考えるか。 ● その他、株主・投資者と経営との対話の充実のあり方に関し、検討しておくべき点があるか。 ● 投資家行動等に関連するルールは、法制の他、取引所ルールや業界ルール等によって整備されてきているが、今後、どのような形で取組みを進めていくべきか。 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 法制： <p>受託者責任や議決権行使、ディスクロージャー等の基本的枠組みを規律。投資行動等をめぐる諸環境の変化を踏まえた整備が求められる一方、個々の実情等がある中、</p> 	
----------------------	--	--

法制により、どこまで一律の規律を設けることが適当か、との議論がありうる。

✓ 取引所ルール:

従来、上場契約に基づき、上場会社を規律するとともに、取引参加者規程に基づき、仲介業者を規律することが基本。投資家サイドへの規律はこれまで限定的。

✓ 業界ルール:

業界ごとの対応。業界に属さない投資家等は対象外。議決権行使等の事項に業界団体がどこまで踏み込めるのか、との議論がありうる。