

金融庁総務企画局企業開示課 御中

平成 28 年 1 月 8 日
株式会社ストラテジックキャピタル
代表取締役 丸木 強

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの
フォローアップ会議に係る意見 2

弊社は、昨年 10 月 5 日付で、貴会議に意見を提出しておりますが、今般、2 回目の意見を提出いたします。

I. スチュワードシップ・コードに関して

HP にてスチュワードシップ・コードの受入れを表明している機関投資家であっても、これを真摯に実行しておられるのか、弊社は疑問を感じております。

例えば、昨年 7 月に発行されたトヨタ自動車株式会社（以下「トヨタ」といいます。）の第 1 回 AA 型種類株式（以下、「種類株」といいます。）は 6 月の同社株主総会で承認されたわけですが、これは、トヨタの普通株主である機関投資家がスチュワードシップ責任を果たした結果とは思えません。種類株は、譲渡制限があるとはいえ、トヨタの信用力による 5 年の元本保証、かつ、単利 1.5%の配当利回りの商品でした（5 年経過後は、元本保証かつ配当利回り 2.5%、又は選択により普通株式に転換可）。5 年元本保証で 1.5%の利回りとは、譲渡制限付きでも破格です。昨年央の 5 年国債の利回りは 0.1%程度、5 年の定期預金は利率が最高の銀行で 0.4%でした。保証利回りだけで明らかに過大ですが、驚くべきは、種類株には、さらに「普通株式への転換権」と「議決権」まで付与されていることです。

種類株発行の目的は、種類株発行と同規模の普通株式の自社株取得を行うため、資金調達ではありません。トヨタ自身も認めている通り、安定株主作りです。ここまで優遇された種類株主が株主総会で経営陣に反対票を投じるわけがありません。これは、トヨタ取締役の保身のための買収防衛策の導入と同義です。

一方で、種類株の発行が、普通株主にどのようなメリットを与えるのかは判然としません。安定株主がいれば、経営者は安心して経営に専念できるとも言うのでしょうか。普通株主であれば、逆に、常に緊張感を持って経営に当たって欲しいと考えるのではないのでしょうか。それでも、経営者として中長期の株主の存在を希望するのならば、株主を甘味剤で釣るのではなく、中期経営計画の徹底的な説明によるべきです。これでは、トヨタの経営者は、政策を語らずにばらまきで有権者を引き付けようとする政治家と同じです。

この資金調達のために、トヨタが引受証券会社に支払った手数料は 220 億円を超えます。普通株主の立場からは、無駄な出費であったということになります。

25%の普通株主は株主総会で反対しましたが、スチュワードシップ責任を負った他の機関投資家の多くが賛成したことは全く理解できません。

II. コーポレートガバナンス・コードに関して

1. 親子上場に関連して

親会社が上場会社であり、かつ、その子会社も上場会社である場合に、弊社は、当該子会社株式に投資する場合があります。

この場合、弊社はスチュワードシップ責任を果たすために親会社の経営陣にも面談を求めます。通常は、子会社は親会社の意向に従わざるを得ないわけですから、子会社株主として親会社の考え方を確認する必要があると考えるためです。そして、子会社経営陣との間で行うものと同様の対話を親会社経営陣との間で行います。子会社の企業価値が高まれば、当然に親会社の企業価値も高まるわけですから、親会社の経営陣も子会社株主と対話する意義はあるはずです。

しかし、弊社の要望に応じて面談に応じていただける親会社がある一方、面談を拒否する親会社も存在し、弊社としては対応に苦慮しております。そこで、以下の 2 点をご提案申し上げます。

- ① コーポレートガバナンス・コードの基本原則 5 において、上場子会社がある場合には、当該子会社の株主とも対話を行うべきであるとする。
- ② スチュワードシップ・コードの原則として、機関投資家が上場子会社に投資している場合は、必要に応じて親会社経営陣との対話を行うべきであると追加すること。

2. コーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載について

東京証券取引所の有価証券上場規程 第 436 条の 3 によれば、コーポレート・ガバナンスに関する報告書（以下「報告書」といいます。）において、「コーポレートガバナンス・コード」の各原則を実施するか、実施しない場合はその理由を説明することが上場会社に義務付けられています。

さらに、東京証券取引所は、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」（以下、「記載要領」といいます。）を公表しています。

既に、昨年末までに多くの報告書が提出されておりますが、弊社が対話を行っている又は行おうとしている上場企業の報告書を中心として、東京証券取引所の規程等が遵守されていない事例の一部を掲げます。

- ① 記載事項が欠落している事例

社名	該当事項	問題点
N社	原則 5-1	記載要領によれば、原則 5-1 は開示すべき事項であるが開示されていない。 「実施しない理由」にも説明はない。 同社は、会社説明会は一切開催せず、社長、常勤取締役及び社外取締役の全員が株主との面談を拒否する。株主にとって株主総会以外で唯一可能な接触は、文書又は電子メールの質問のみである。このように株主と対話しない方針であるため、原則 5-1 を開示できないと考えられるが、それならば、合理的な説明を「実施しない理由」に記載すべきではないか。

② 「実施しない理由」欄の記載が合理的な説明となっていない事例

社名	該当事項	問題点
N社	原則 4-2 ①	中期経営計画に関し、「技術が目まぐるしく進歩する〇〇業界」、かつ「(顧客の) 経営環境やニーズが激しく変化する」ことを理由に中期経営計画の策定は当社には適さない、と説明している。しかし、このような説明が通るのであれば、殆どの上場会社で中期経営計画は策定できないことになってしまう。
T社	原則 4-8 ① 4-8②	独立社外取締役のみを構成員とする会合及び筆頭独立社外取締役の選任は不要と説明している。 しかし、当社は上場会社の子会社であり、かつ、取締役 10 名中 7 名が当該親会社出身者である。社外取締役が充実しなければ少数株主の利益は保護されない状況にある。

なお、昨年 10 月 5 日付の弊社の意見のうち、「原則 1-4 に関し、株式の保有方針として協力関係の強化等の事業上のメリットが記載されても、『株式保有』と『当該株式発行企業との取引拡大等』との因果関係の説明が無い」ことも、この事例に含まれます。

③ 「各原則に基づく開示」欄に、実施していない説明を記載している事例

原則 1-4 では、政策保有に関する方針と議決権行使基準の開示が求められています。しかし、弊社の投資先の上場企業に限らず、政策保有株式について議決権行使基準を開示している例は見たことがありません。

社名	該当事項	問題点
S社	原則 1-4	議決権行使基準の開示はなく、「投資先の状況や当社との取引関係等を踏まえた上で、議案に対する賛否を適切に判断し・・・」と記載されている。

C社	原則 1-5	「投資先企業の経営方針を尊重しながら、企業価値増大を期待できるかどうかの視点に立ち、必要な検討を経て判断したうえで、適切に議決権を行使します」と記載されている。 そもそも、議決権行使基準が開示されていないだけでなく、同社の議決権行使方針は、政策投資と言うよりは純投資であり、保有方針と矛盾する。
----	--------	--

④ 「各原則に基づく開示」欄に、意図的に虚偽又は誤魔化しを記載している事例

社名	該当事項	問題点
C社	原則 5-1	株主との対話に関する方針を開示し、恰も株主との対話を行っているかのように記載している。しかし、①社長、常勤取締役及び社外取締役は株主（機関投資家）と個別面談しない、かつ、②決算説明会では質問すると突然に予定時間を30分も短縮して質問を打ち切る、等が実態である。
T社	原則 5-1	実際は、社外取締役は、面談を要請した株主との対話を拒否している。

⑤ 親会社と連結子会社の報告書の記載内容に矛盾が生じている事例

原則として、報告書は連結ベースであると理解しております。

もちろん、親会社が「実施しない」事項であっても、子会社が実施できるものはあり得ると考えられます。しかしながら、親会社が「実施する」とした事項は、連結子会社も実施しなければ、親会社として実施したことにはなりません。

親子上場している会社の報告書を見比べると、少なくない矛盾点が発見できます。

まさに、親会社による子会社のガバナンスが出来ていない事例と言えるでしょう。

以上の事例は、ほぼ弊社の投資先に限った事例です。中には故意に誤魔化して記載をしていると思われる悪質な事例も含まれます。

弊社は全ての上場会社の報告書を見たわけではありませんが、多くの報告書において、東京証券取引所の規程、すなわちコーポレートガバナンス・コードが蔑ろにされているのではないかと思料しております。

このように不適切な報告書を提出している上場会社に対し、東京証券取引所から改善又は是正のご指導を行っていただく必要があると考えております。

以上