



2021年9月16日 森本紀行はこう見る

投資家と上場会社との対話が対話にならないわけ

金融庁は、上場会社と投資家との対話を重視していて、投資家の質疑事項を細々と規定していますが、対話の真の目的は何であり、その目的の実現に向けて、何が真に求められているのか。

「コーポレートガバナンス・コード」の第5章は、「株主との対話」と題されていて、その基本原則5には、「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである」とあります。

この対話の原則は、「責任ある機関投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）に対応していて、そこには、「機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである」という原則があって、「目的を持った対話」とは、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」とであるとされています。

更に、金融庁は、「投資家と企業の対話ガイドライン」を策定していて、「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・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたもの」として、「両コードの附属文書として位置付けられるもの」だとしています。

なぜ、対話が必要なのでしょう。

株式会社の制度、および株式の上場制度を原理的に解する限り、開示制度で事足りているはずですが。つまり、上場会社は、制度的に要求される情報だけを開示すればよく、投資家は、開示情報に基づいて上場会社の投資対象としての価値の分析を行えばよいのであって、開示制度の高度化は常に求められるにしても、新たに対話を導入する必要はありません。

しかし、対話は、経済政策の切り札としては、必要だというのが政府の判断です。つまり、最重要な政策課題である経済の持続的成長を実現するためには、上場会社を核とした産

業界の持続的成長が必須ですが、政府としては、会社の経営に直接には介入できないわけで、投資家との対話において、上場会社が持続的成長の方向に促されることを期待しているのです。

投資家と上場会社にとって、経済政策に協力する必要がありますか。

両コードとも、いわゆるソフトローと呼ばれるもので、上場会社と投資家は、それぞれのコードを自主的に採択することで、自己を律する規範としますが、そこに法律のような強制力が働くわけではないので、理由を述べさえすれば、採択しないこともできます。しかし、両コードとも、採択される方向に強い誘因を備えています。

まず、投資家としては、対話を通じて投資先の企業価値が上昇するのであれば、当然に自己の利益になりますから、積極的に対話を行うことに実益がありますし、そもそも、対象になっている「責任ある機関投資家」の場合は、背後にいる真の受益者に対して、運用成績向上のために最善を尽くす義務を負っているわけですから、そのために対話が有効ならば、対話する義務を負うことになります。

次に、上場会社としては、敢えて積極的に投資家と対話すべき理由はないようですが、上場しているのは、株式の発行による資金調達为目的なのですから、投資家と友好的関係を構築し、経営方針等について投資家の理解を得ることは、理屈上は、必須の要件であるはずですが。

この点、「コーポレートガバナンス・コード」は、対話の意義について解説していて、「経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する」と述べています。

なぜ、対話と呼ばれるのでしょうか、単なる質疑応答ではないのでしょうか。

金融庁のガイドラインを一読して、対話という言葉を想起するのは、かなり難しいことです。これは、責任ある投資家として、その責任を果たすために、上場企業の経営者に問い質すべきことを列挙したものであって、上場会社の経営者や取締役には、その質問に誠意をもって答えることが期待されているのだとすれば、対話というよりも、質疑応答のガイドラインです。

しかも、質問は、基本的に、「何々となっているか」という形式になっていて、それは

「何々すべきである」という「コーポレートガバナンス・コード」の原則に対応しているのですから、実質的には、質問を通じて、原則の実施状況を確認する主旨になっています。これでは、責任ある投資家の責任とは、上場会社を監視し、持続的成長へ向けて努力するように監督する責任と解するほかありません。

それにもかかわらず、敢えて投資家と上場会社との対話と呼ばれるのは、おそらくは、両者間の対等性を強調するためです。なぜなら、投資家による上場会社の監視監督という表現は、投資家の地位の優越を明瞭に示していますが、株式の上場制度の本来の原理原則からすれば、上場会社と投資家とは、開示制度による情報の対称性を介して、対等の地位にあることが前提になっているからです。

対等な対話なら、上場会社も、投資家を監視監督する目的で、質問できるということでしょうか。

対等なもの同士の対話とするためには、両コードにおいて、責任ある投資家に対しては、投資先企業の選択基準と売却基準、投資先企業との対話に関する基本姿勢などについて、行動原則の策定、および原則が確実に履行されるための仕組み作りを要求し、上場会社に対しては、投資家が原則通りに行動していることについて、監視監督することを要求すべきです。

しかし、実際には、そうっていないのですから、投資家と上場会社の対話とはいっても、対話という用語は文飾であって、実態は、投資家による質疑と、上場会社による応答です。

上場会社にとって、投資家からの対話の申し入れの全て受諾することは不可能ではないでしょうか。

対象となる投資家は、対話できる態勢を備え、かつ対話すべき社会的責務を負った機関投資家に限られ、そのうち企業年金等は、投資運用業者等に委託して、間接的に対話することになりますから、現実的には、そして直接的には、投資家としての金融機関が中心になります。

なお、上場会社として、特定の株主とのみ対話することは、株主間の公平性維持の観点から、問題になり得ますが、おそらくは、社会的責任を負った機関投資家は、全ての投資家の共通利益になるように、対話することが前提となっているために、全く弊害はないと

想定されているのでしょう。

金融機関との対話は、利益相反の観点から、問題となり得るのではないのでしょうか。

日本の投資運用業者の多くは金融グループに所属しており、その金融グループにとって、上場会社は融資先であり、政策的に株式を保有する対象です。この現実には、明らかに利益相反の存在を強く推定させるものであり、対話の実効性に重大な疑義を生じさせるものです。

企業年金の問題に象徴されますね。

「コーポレートガバナンス・コード」には、企業年金に関する原則があつて、上場会社に対して、「企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行う」こと、および、「企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理される」ことを求めています。

これについて、金融庁のガイドラインは、「自社の企業年金の運用に当たり、企業年金に対して、自社の取引先との関係維持の観点から運用委託先を選定することを求めるなどにより、企業年金の適切な運用を妨げていないか」という論点を掲げています。

このガイドラインは、上場会社は、「企業年金に対して、自社の取引先との関係維持の観点から運用委託先を選定することを求める」のが通例であるという現実を前提にしていますが、こうして選定された投資運用業者等は、企業年金に圧力をかけてまで自分を選定してくれた上場会社に対して、その非を責め得るはずありません。