

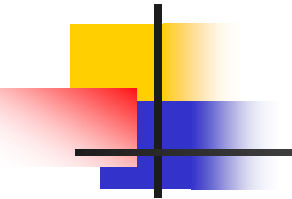
監査懇話会

第286回 監査実務研究会

株主と監査役の対話

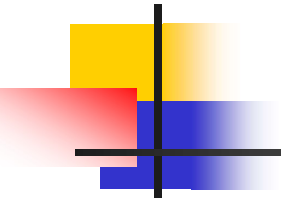
2024年6月19日(水)

会友 下村恒一



自己紹介

- 監査懇話会 理事
 - 監査部会長 補佐
 - 監査実務研究会 委員長
 - 監査基礎講座 講師
 - 監査役実務マニュアル委員会 編集委員
 - 監査役職務確認書委員会 委員
 - 法改正検討委員会 委員
- HW ELECTRO(株)
 - 法務室 室長
- 公認不正検査士(CFE)
- 日本監査役協会
 - C3部会 OB会員
- 日本刑事政策研究会 会員
- 宅地建物取引士(試験合格)



株主と監査役の対話①

コーポレートガバナンス・コード 補充原則 5-1①

株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部、社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とすべきである。

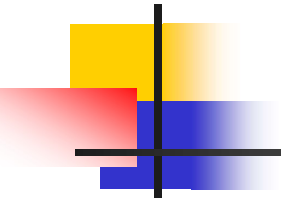
監査役監査基準 第15条（株主との建設的な対話）

監査役は、中長期目線の株主等と対話を行う場合には、関連部署と連携して、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲内で適切に対応するものとする。

⇒ 株主と監査役の面談で何を話せばよいのか？

どうすれば「合理的な範囲」で対応したことになるのか？

株主は選べない、「中長期目線」でない株主にも会わなくてはならない



株主と監査役の対話②

「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）

2020年3月24日 金融庁

指針4-1 機関投資家は、中長期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を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。

脚注17 例えばガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役・監査役等）との間で対話を行うことも有益であると考えられる。

投資家と企業との対話

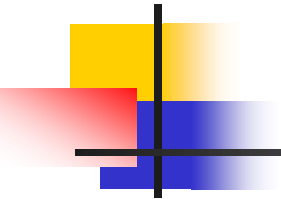
対話のテーマ(2017～2022年)

取締役会の構成・評価	14.5%
経営戦略・事業戦略	14.0%
コーポレートガバナンス (買収防衛策、役員報酬など)	12.7%
気候変動	9.5%
情報開示	6.5%
資本効率	5.0%
財務戦略	5.0%

企業の対応者(2017～2022年)

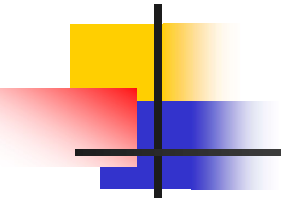
取締役・執行役員	36.5%
部長未満	25.3%
部長	21.8%
社長・会長	15.1%
社外取締役	1.4%

2024年5月21日 エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書(GPIF)



株主と監査役との対話における議題

- 監査上の主要な検討事項(KAM)
- 資本コストや株価を意識した経営
- 政策保有株式
- 買収防衛策
- その他



監査上の主要な検討事項(KAM)

財務諸表の監査において、監査人が監査役等と協議した事項のうち、職業的専門家として特に重要と判断した事項

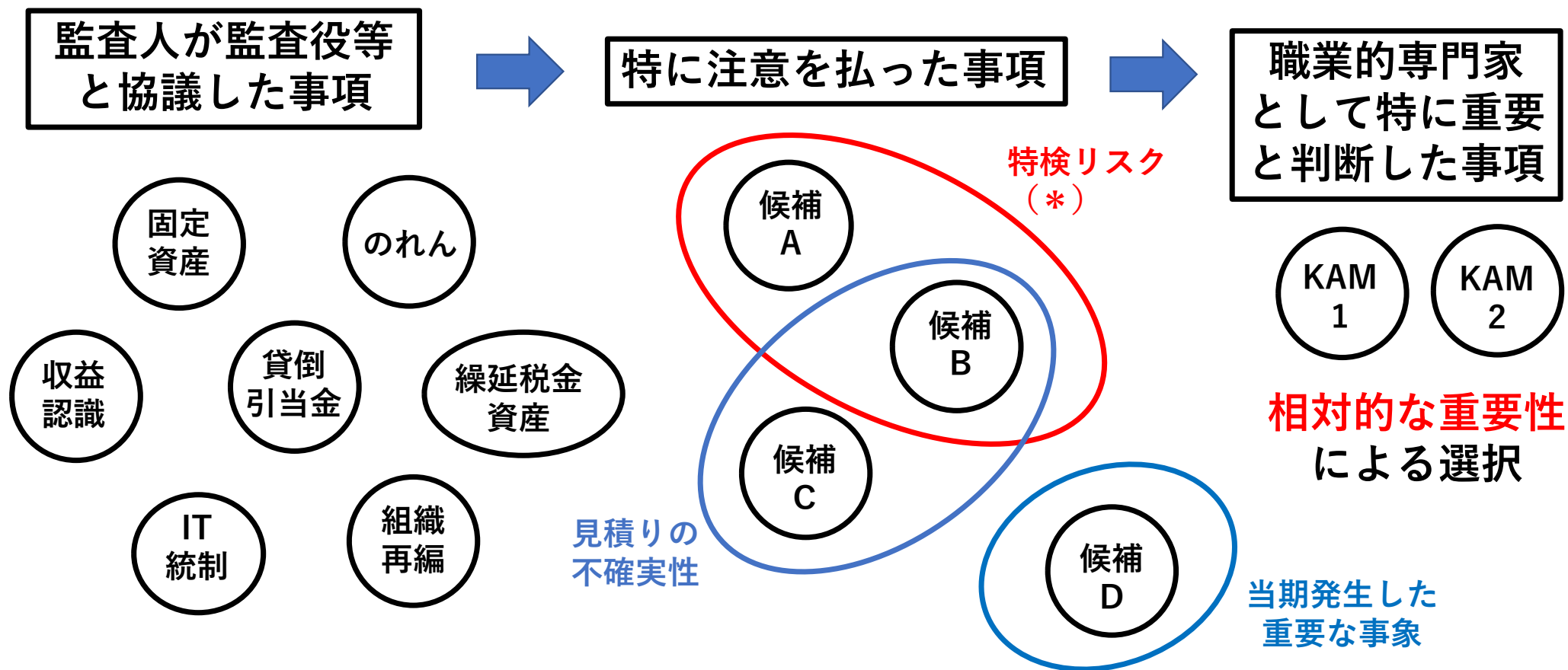
- 監査人の監査報告書にKAMを記載することが義務化(2021年3月期より強制適用)
 - 対象は、金融商品取引法に基づき開示を行っている企業
 - 会社法に基づく監査報告書に記載することは求められていない
- ⇒ 株主から監査役と会計監査人が議論した過程(頻度、内容など)について聞かれると思われる

2021年2月15日 第245回監査実務研究会(KAMへの対応)

2022年7月22日 第264回監査実務研究会(KAMについて)

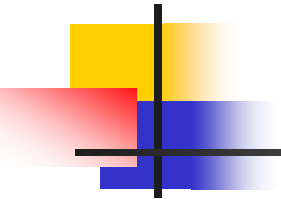
KAM決定のプロセス

(*) 特別な検討を必要とするリスクは不正な収益認識や経営者による内部統制の無効化を含む



金融庁 KAMに関する勉強会 2023年2月17日

「KAMの候補を示して、判断のプロセスの全体像を記載することも有用」



KAMの目的と成果

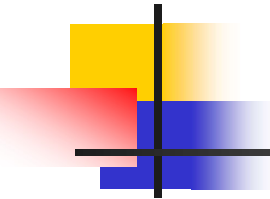
当初の目的(監査の透明性の向上と監査報告書の情報価値を高める)を果たしたといえるのか？

KAMの特徴的な事例(2023年2月17日)金融庁

- 創意工夫のある様々なKAMの記載が見られる
- 来年度以降は公表を予定していない
- 「KAMに関する勉強会」の実態調査では、KAMを読んだことがあるアナリストは、103人中、37人(35.9%)

KAMの好事例集(2024年2月13日)日本証券アナリスト協会

- 制度定着に伴い、今回(3回目)で最後
- 年度で大きく変化することは少なくなった



「KAMに関する勉強会」の指摘

現状の記載は「内容及び決定理由」と「監査上の対応」に止まる

- Findings等の記載は、国際監査基準においても、監基報においても認められており、かつ、海外において実際に行われている。「時期尚早」との意見も聞くが、海外の監査人が行っている実務を行うのに、日本の監査人は何年待てば体制を整えられるのか。
- 監基報において、KAMは「個別の事項に対する意見表明」を意図するものではないとされているが、そのことは、Findings等を指していない。Findings等の記載を「個別の事項に対する意見表明」と称して実施しないのは、監基報の趣旨を曲解しているのではないか。

⇒ Findings(所見)を加えれば、KAMの目的を果たすために役立つ

⑫ 内部統制の重要な不備の是正状況を継続的に確認のうえKAMに記載

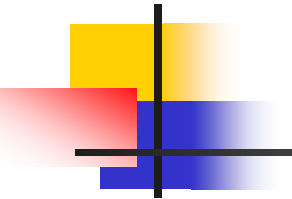
第一カッター興業(株) 連結財務諸表に対する監査報告書 (2022年6月期 / 監査人：太陽)

※一部抜粋

前年度 (2021年6月期)
連結子会社における不正な裏金検出への対応
監査上の主要な検討事項の 内容及び決定理由
連結財務諸表の追加情報（当社連結子会社である(株)光明工事の一部元役員及び従業員による不正について）に記載されているとおり、会社は、連結子会社である株式会社光明工事（以下、光明工事という）において、一部元役員及び従業員が旅費交通費の名目で不正に経費精算をすることにより裏金を検出していたことを把握した。 これを受けて会社は、当該不正について社内調査を行うとともに、より専門的で中立・公正な調査を実施するために、2021年8月6日に外部専門家等により構成される第三者委員会による調査を実施することを取締役会において決議し、2021年10月8日に同委員会から調査結果報告書を受領した。 会社は、この第三者委員会の調査結果報告書から、光明工事において不正が行われた経緯、不正の関与者及び不正な裏金検出額を把握し、不正に関与した元役員及び従業員に対して課税分を含む全額215,645千円を請求することとした。 光明工事の元役員等による不正を生じさせたのは、会社の光明工事に対する管理・監督が十分に機能しなかったことに加え、管理機能の脆弱性、コンプライアンス意識の低さ、情報伝達やモニタリング機能の実効性ある仕組みの不足などが原因であり、会社は、これを会社及び光明工事の全社的な内部統制の不備に起因する内部統制の重要な不備であると判断した。 連結財務諸表に対する監査においては、当該不正に係る事実関係の網羅的な把握、及び他の不正の有無について、監査上、慎重な検討が必要となる。 よって、当監査法人は当該事項を監査上の主要な検討事項と判断した。

当年度 (2022年6月期)
内部統制の不備の是正状況の評価に基づいた重要な虚偽表示の有無の検証
監査上の主要な検討事項の 内容及び決定理由
前連結会計年度において、会社は、連結子会社である株式会社光明工事（以下、光明工事という。）で、当時の一部の役員及び従業員が旅費交通費の名目で不正に経費精算をすることにより裏金を検出していたことを把握した。なお、当該役員及び従業員は、不正に関与したことを理由に退任、論旨退職となっている。 会社は、2021年10月8日に受領した第三者委員会の調査結果報告書から、光明工事で不正が行われた経緯、不正の関与者及び不正な裏金検出額を把握し、不正に関与した上記の役員及び従業員に対して215,645千円を請求する方針を決議している。 元役員等による不正を生じさせたのは、会社の光明工事に対する管理・監督が十分に機能しなかったことに加え、管理機能の脆弱性、コンプライアンス意識の低さ、情報伝達やモニタリング機能の実効性ある仕組みの不足などが原因である。前連結会計年度において会社は、これを会社及び光明工事の全社的な内部統制の不備であると判断した。 当連結会計年度において、会社及び光明工事では上記の内部統制の不備の是正を行っているが、是正が進まない場合には、関連する業務プロセスに係る内部統制にも直接的又は間接的に広範な影響を及ぼすため、財務諸表の重要な虚偽表示リスクが高まる。 したがって、全社的な内部統制の不備の是正状況、関連する業務プロセスに係る内部統制の整備及び運用状況の評価、重要な虚偽表示の有無の検証に当たっては慎重な検討が必要となることから、当監査法人は当該項目について監査上の主要な検討事項に該当するものと判断した。

**KAMの特徴的な事例
(2023年2月17日)金融庁**

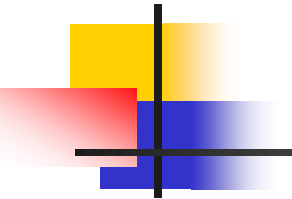


資本コストや株価を意識した経営の 実現に向けた対応等に関するお願い

2023年3月31日 東京証券取引所

上場会社の皆様に、資本コストや株価を意識した経営を実践していただく観点から、まずは自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価したうえで、改善に向けた計画を策定・開示し、その後も**投資者との対話の中で取組みをアップデートしていく**、といった一連の対応を継続的に実施していただくことをお願いするものです。



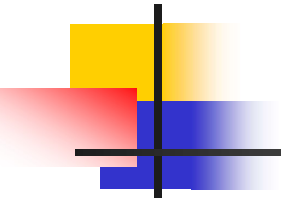


投資者の視点を踏まえた「資本コストや株価を意識した経営」のポイントと事例

2024年2月1日 東京証券取引所

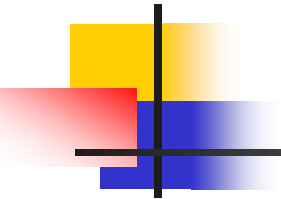
東証と投資者（90社超）の面談に基づいた事例の紹介

- 投資者が企業に期待している取組みのポイント
- それらのポイントが抑えられていると投資者が一定の評価をしている取組みの事例
- 投資者目線とギャップのある事例



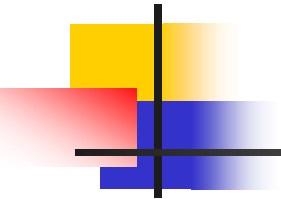
投資者目線とギャップのある事例①

- 投資者は怖いもの・煩いものというイメージが先行し、特段の理由なく、経営陣が投資者との対話に消極的
- 企業と投資者は、時に意見の相違や対立が生じることもあるが、本来、企業価値向上という目標を共有するものである。
- 上場会社の経営者においては、投資者と「対峙」するという姿勢ではなく、企業価値向上の実現に向けて、投資者と中長期的な信頼関係を構築し、積極的に協力を得ていく姿勢が期待される。



投資者目線とギャップのある事例②

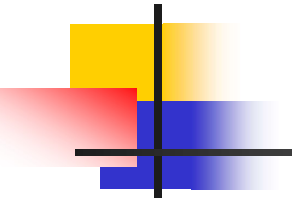
- 株主資本コストは所与のもの（投資者側が決めるもの）と考え、企業側では全くコントロールできないと誤解している。
- 投資判断に必要な**情報開示が不十分な場合には、経営の不透明性が投資家の不安要素となり、株主資本コストの上昇要因になる。**
- 開示情報の拡充や効果的な投資家との対話により、情報の非対称性を解消することが株主資本コスト低減に有効だと考えられる。



海外投資家の目線

2024年4月18日 第29回 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

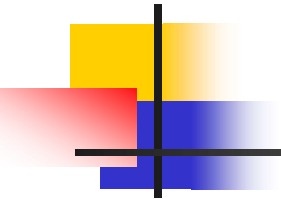
- 日本企業の経営者の多くは**現状維持を好む**傾向があり、例えばPBR 1倍以上であれば、不採算事業を抱えていたとしても、コアビジネスに集中して更に企業価値を高める努力をすることはない。
- 利益ではなく売上高を重視するあまり、会社にとって戦略的に採算性の低い事業・セクターを分割・売却出来ないことが多く、**新陳代謝を阻害している**。
- 日本においては、**多様なステークホルダーの利害等諸々に配慮しすぎている**ことが、日本経営者の株価意識を希薄にし、株価上昇を阻んでいるように思われる。
- 会社の所有者は株主であるにもかかわらず、多くの日本企業は、マルチステークホルダー資本主義の名のもと、**経営陣＞従業員＞顧客＞サプライヤー＞株主**の順に利害関係者の利益を優先し、株主は蔑ろにされてきた。



企業の目線

2024年4月18日 第29回 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

- 対話をしていて**投資家とギャップを一番感じるのは時間軸**。当社は長期的に価値創造をするという、長期目線の経営を指向しているが、特にヘッジファンドは来年の利益はどうなるのかといった短期の時間軸で議論してきて、時間軸の目線があわないことはある。当社をコングロマリット企業とみている投資家からは、「なぜそんなに多角的に事業を行うのか」、「ポートフォリオは投資家サイドで組むので、企業は単一事業(Pure Play)であるべき」と言われることもある。しかし、長期の時間軸の中で複数の事業を持つ意義はあるとの考えをしっかりと説明するようにしている。
- 「ポートフォリオは投資家サイドで組むので、企業は単一事業(Pure Play)であるべき」との意見を言われることがあるが、ファンドがポートフォリオを組み替えることと、**事業会社が事業ポートフォリオを組み替えることは別次元の話**。株式であれば簡単に売買ができるが、従業員を抱えている事業会社が簡単に事業を手放せるものではない。事業会社が多様なポートフォリオを持つことによる価値創造について、財務的・短期的な視点だけではなく、長期的な視野にも立って評価して欲しい。



経営資源の配分①

CGコード 原則5-2（経営戦略や経営計画の策定・公表）

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

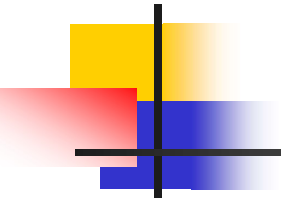
⇒ ROE〇%よりも、経営資源の配分の考え方を議論する方が建設的

経営資源の配分②

損益計算書	ステークホルダー
売上高	顧客
売上原価	仕入先
販管費	従業員
受取(支払)利息	銀行
受取配当	投資先
法人税等	政府
当期純利益	株主

貸借対照表	ステークホルダー
現預金	銀行
売掛金	顧客
棚卸資産	仕入先
固定資産	投資先
買掛金	仕入先
借入金	銀行
株主資本	株主

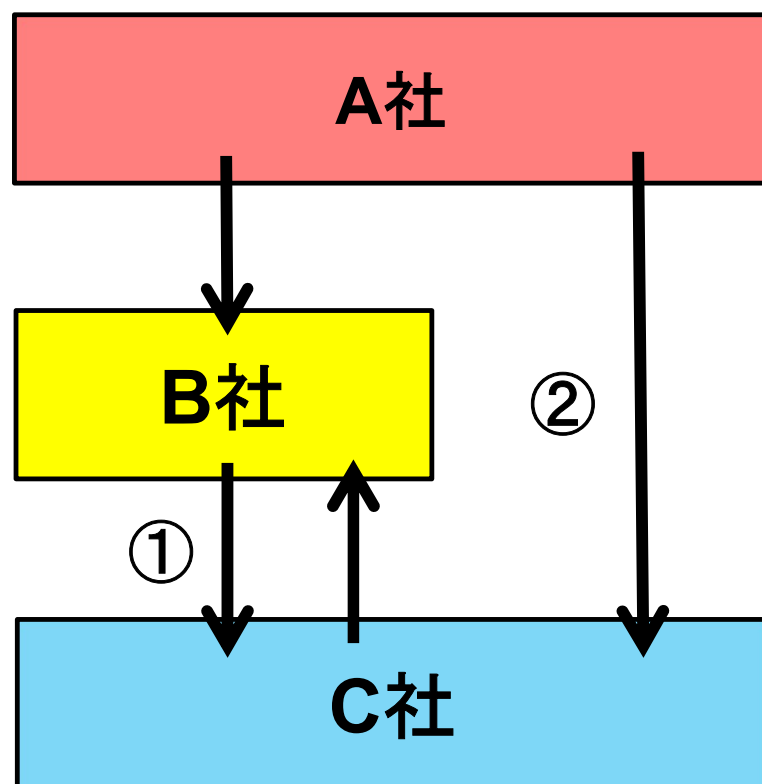
- 損益計算書だけでなく、貸借対照表についても議論すれば理解が深まる
- 単年度だけでなく、過去と比較、将来のあるべき姿についても議論することも有益



政策保有株式（反対理由）

- 政策保有株式が純資産に占める割合が大きいと、資本効率が低下する可能性がある。政策保有株式が純資産の一定割合（例えば、20%）を超える場合、経営トップの選任案に反対する投資家がいる。
⇒ 株価、配当次第？ ポートフォリオの問題ではないか？
- 政策保有株式については、経営規律が緩むとの懸念があり、また、会社を買収防衛の手段として利用することができるという批判もある。
⇒ 安定株主も株主に対する説明責任がある。一概に言えないのでは？

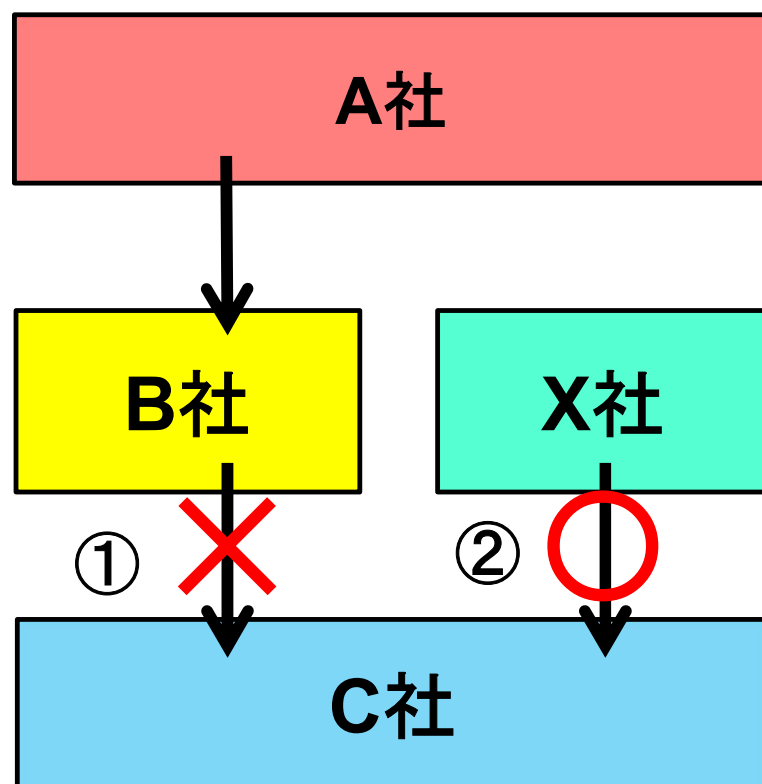
政策保有株式(考え方)①



投資家(A社)のポートフォリオ

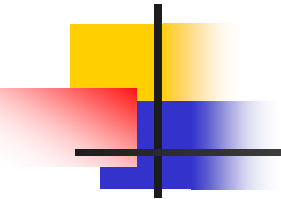
- ① B社とC社が株式を持ち合っていると、どちらの会社に投資したのか、分りにくい
- ② B社がC社に投資するくらいなら、自分でC社に投資した方がいい

政策保有株式(考え方)②



同じA社(証券会社)でも、

- ① 議決権行使担当者は、B社がC社の株式を政策的に保有することに反対している
- ② アナリストは、C社の株式を「買い」と推奨している



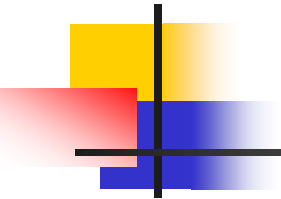
政策保有株式（CGコード）

原則1-4（政策保有株式）

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。

補充原則 1-4②

上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。



政策保有株式（課題）

2024年6月7日 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 意見書(7)

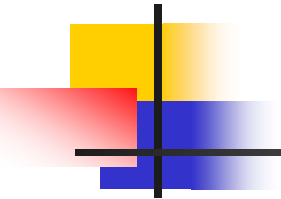
- 議決権行使の状況を含む実態を踏まえた開示等の適切な対応がなされていない。
- 特に保有目的について、純投資目的への変更についてはその理由の開示が求められていないことから、実態が不透明となっている。
- 形式的に売却することは必ずしも望ましくなく、**発行会社の経営の支援等を通じて保有の合理性を説明し得るような場合もあるため、適切に検証を行う必要がある。**



政策保有株式(今後の方向性)

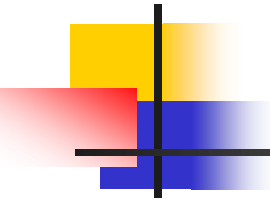
2024年6月7日 スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 意見書(7)

- 従属上場会社について、少数株主保護に向け、各社において開示を含む取組みが進められる必要がある。
- 企業に対し、コーポレートガバナンス・コードに照らして**保有の合理性についての検証を尽くす**よう促すべきである
- 形式的な対応とならないよう、有価証券報告書において**実態を踏まえた適切な開示**が行われることが重要である。



買収防衛策（事前警告型）

- 株式を大規模（株式の15～20%以上）に買収しようとする者に対して、情報の提供と検討期間を要求する
 - 買収者がこのルールを守らない場合、または、企業価値に対する明白な侵害のおそれがある場合、対抗措置として、買収者およびその関係者以外の株主に無償で新株予約権を割り当てる
 - 結果として、買収者の議決権が希釈化され、買収防衛の効果が生じる
- ⇒ 時間稼ぎと違反への対抗措置
望ましい買収を排除するものではない



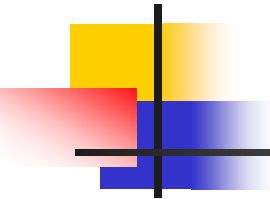
買収防衛策（監査報告）

監査役（会）の監査報告（ひな型）

事業報告に記載されている会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針については、指摘すべき事項は認められません。事業報告に記載されている会社法施行規則第118条第3号ロの各取組みは、当該基本方針に沿ったものであり、当社の株主共同の利益を損なうものではなく、かつ、当社の会社役員の地位の維持を目的とするものではないと認めます。

⇒ ひな型は監査役に何故こんなことを求めているのか？

株主が監査役に判断の根拠を求めたら、何と答えるのか？



買収防衛策（事業報告）①

会社法施行規則 第118条

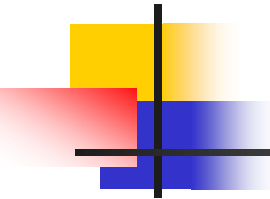
事業報告は、次に掲げる事項をその内容としなければならない。

3 株式会社が当該株式会社の**財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針**（以下この号において「基本方針」という。）を定めているときは、次に掲げる事項

イ 基本方針の内容の概要

ロ 次に掲げる取組みの具体的な内容の概要

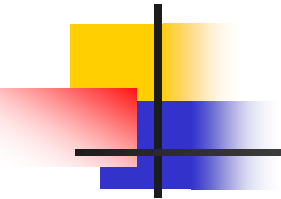
- (1) 当該株式会社の財産の有効な活用、適切な企業集団の形成その他の基本方針の実現に資する特別な取組み
- (2) 基本方針に照らして不適切な者によって当該株式会社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み



買収防衛策（事業報告）②

- ハ 口の取組みの次に掲げる要件への該当性に関する当該株式会社の取締役（取締役会設置会社にあつては、取締役会）の判断及びその理由（当該理由が社外役員の存否に関する事項のみである場合における当該事項を除く。）
- （１） 当該取組みが基本方針に沿うものであること。
 - （２） 当該取組みが当該株式会社の株主の共同の利益を損なうものではないこと。
 - （３） 当該取組みが当該株式会社の会社役員の地位の維持を目的とするものではないこと。

⇒ 取締役の判断に対して監査役のお墨付きを与えるということか？
何を基準に「株主共同の利益を損なうものではない」、「役員の地位の維持を目的とするものではない」と言えるのか？



買収防衛策（会社法）

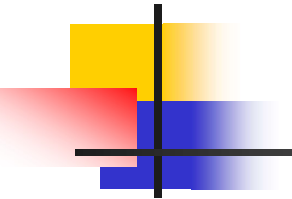
会社法210②

募集株式の発行が著しく不公正な方法により行われる場合、株主は新株予約権の発行をやめることを請求できる

会社法247②

新株予約権の発行が著しく不公正な方法により行われる場合、株主は新株予約権の発行をやめることを請求できる

⇒「著しく不公正な方法」とは何か？



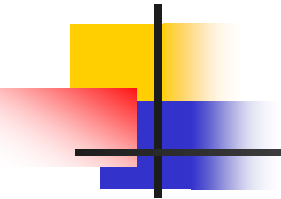
ニッポン放送事件

東京高裁(2005年3月23日)

特定の株主の持ち株比率を低下させ、経営支配権の維持を目的とした、新株予約権の発行は、原則として「著しく不公正ナル方法」に該当するが、買収者が会社を喰い物にしようとする場合に正当なものとして許される

- 株価をつり上げて高値で株式を会社関係者に引き取らせる
- 知的財産権、ノウハウ、企業秘密情報、主要取引先や顧客などを買収者に移譲させる
- 資産を買収者の債務の担保や弁済原資として流用する
- 不動産、有価証券などを売却させ、その利益をもって高配当をさせるか、あるいは、高配当による株価の急上昇の機会を狙って売り抜けをする

⇒ 買収防衛策を使う場面が限定的であれば許される



ブルドックソース事件

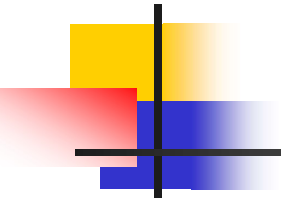
最高裁(2007年8月7日)

新株予約権の無償割当ては「著しく不公正な方法」に該当しない。

- 株主平等の原則の趣旨に反しない。
- 株主総会において、企業価値の毀損を防ぎ、株主の共同の利益の侵害を防ぐためには多額の支出をしても採用する必要があると判断されて行われたもので、緊急の事態に対処するための措置である。また、買収者には割り当てられた新株予約権の価値に見合う対価が支払われる。
- 専ら経営を担当している取締役、これを支持する特定の株主の経営支配権を維持するために行われるものではない。

⇒ 緊急事態に対処するための措置として認められた

ただし、買収者に対する補償は、補償目的の買収を招くとの批判あり



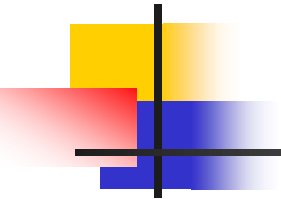
買収防衛策（CGコード）

原則1-5（いわゆる買収防衛策）

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の**保身を目的とするものであってはならない**。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

原則1-6（株主の利益を害する可能性のある資本政策）

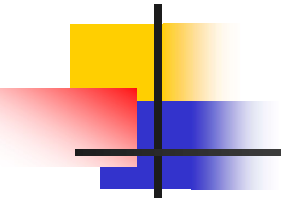
支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策（増資、MBO等を含む）については、**既存株主を不当に害することのない**よう、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。



企業買収における行動指針

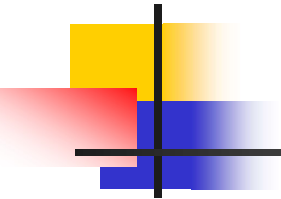
2023年8月31日 経済産業省

- ① 望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。
 - ② 会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。
 - ③ 株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。
- ⇒ 買収が望ましいかどうかの判断は、株主共同の利益に基づいた株主の意思によるべき、その判断のために情報を株主に提供すべき



買収防衛策（判断の基準）

- 買収防衛策が経済産業省の行動指針に沿っている
⇒ 監査役が依拠する基準として問題ないと思うが、
行動指針が株主意思を重視していることに留意
- 対抗措置の発動は必ず株主総会に諮る
- 発動要件を限定する（買収者のルール違反のみ）
- 特殊な状況下（金融危機など）の時限的な措置とする

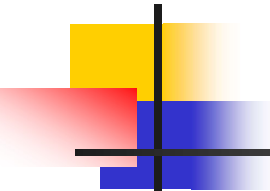


株主意思の確認

- 対抗措置の発動に株主総会の決議が常に必要か？
- 正式な株主総会でなく、**MOM**(注1)決議や取締役会決議で発動を可能にしてもよいのではないか？
- 公開買付(**TOB**)制度の改正(注2)による影響は如何か？
 - 従来は、市場外取引で議決権の1/3を超える株式取得に**TOB**が強制的に適用されたが、改正により、適用範囲が市場内取引にも拡大、閾値も30%に下がった

(注1) **Majority of Minority**(買収者と取締役、関係者を除いた者の過半数)

(注2) 法案は、2024年3月15日に第213回国会に提出され、5月15日に成立



電源開発買増し中止命令

財務省および経産省(2008年5月13日)

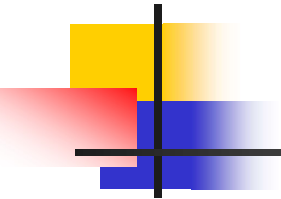
- The Children's Investment Fund(TCI)が保有する電源開発(Jパワー)の株式を9.9%から20%に買い増すため、外為法に基づき届け出たが、政府は中止命令を出した。
 - TCIは政府から4月16日に中止勧告を受けていたが、翌17日に増配などを求める株主提案を行い、さらに26日には勧告を拒否したため、政府は中止命令に至った。
- 6月26日の株主総会では、TCIの提案は全て否決されたが、TCIは、一般株主の過半数は提案を支持したと主張、否決は「取引関係や**持ち合いの株主による不公正な結果**」と非難した。



企業と投資家との対話

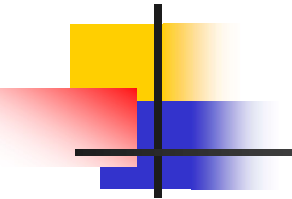
2024年4月18日 第29回 スチュワードシップ・コード及び
コーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議

- 日本企業の投資家対応を見ていると、海外投資家の目線とのギャップが大きいと感じる。例えば、**プライム市場上場企業であっても、対話の機会すら持てない**ケースが未だに存在することは大変残念。
- 有益で双方向な議論ができる対話先もある一方で、用意した質問をするだけの投資家もいる。**質問に回答しても、その後の議論をせず、次の質問に移っていくだけの対話は、意義があまりないと感じる。**当社は中長期的な企業価値（株主価値）の向上を一番重要と考えている。大多数の投資家も中長期的な目線を有しているが、まれに、短期目線の質問や、（答えられるはずもないが）自社株買いをする予定あるかなどの質問をされるなど、個々の表層的なところだけ質問されることがあり、このような対話はがっかりする。
- まれなケースではあるが、当社の開示を全く見ずに説明を求められることはある。**全く初めてで、株価が低水準なのでチャンスかと思ってお声がけした**と言われると、企業側としては何とも言い難い気持ちになる。
- 企業側も開示を工夫する必要があるが、本当に見てもらっているのか疑問に感じる投資家も多い。統合報告書、コーポレートガバナンス報告書、有価証券報告書、事業報告等、様々出している中、**既に関示しているような話を改めて聞かれる**とむなしさを感じる。



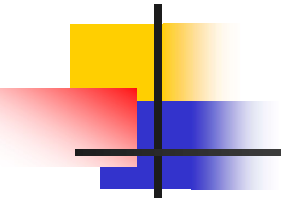
まとめ①

- 投資者は怖くない
 - ウソをついたり、誤魔化してはいけない
 - 質問には真摯に対応すべき
 - 相手の期待に応える義務はない
- 面談者の担当分野に留意する
 - セルサイド(アナリスト)
 - バイサイド(ファンドマネージャー)
- 具体的な数字ではなく、考え方について議論する



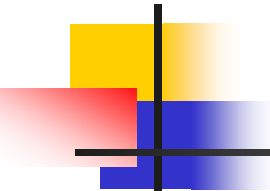
まとめ②

- 証券アナリストや経済部の記者は業績予想について訊いてくる。石油会社の場合、石油を掘る費用が、販管費と同様、利益を下げる要因となるので、彼らは会社が今後どれくらいの井戸を掘る予定か、いくら金がかかるのか、気になる。数字を丸めて約〇億円、あるいは、〇～〇億円というような幅で議論しても、短期的には済むかもしれないが、長い目で見れば建設的でない。
- 具体的な数字よりも、井戸を掘ることを決めるときの考え方、決めてから掘るまでに必要となる準備作業期間の長さ、事業に他社（パートナー）が絡む場合に、他社から了解を得るための手続き、要は井戸を掘ろうと決めたとしても、すぐに掘ることができるわけではないといった背景を説明すると、彼らの理解が深まり、建設的な対話に繋がっていく。



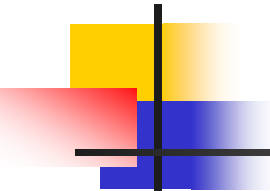
参考資料①

- 2020年3月24日 「責任ある投資家」の諸原則(日本版スチュワードシップ・コード)金融庁
- 2021年6月11日 コーポレートガバナンス・コード(東京証券取引所)
- 2022年8月1日 監査役監査基準(日本監査役協会)
- 2023年1月12日 監査基準委員会報告書701「独立監査人の監査報告書における監査上の主要な検討事項の報告」日本公認会計士協会
- 2023年2月17日 KAMの特徴的な事例と記載のポイント 2022(金融庁)
- 2023年3月31日 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて(東京証券取引所)
- 2023年8月31日 企業買収における行動指針(経済産業省)
- 2023年11月6日 M&Aに関するルール整備の動向(東京大学 田中亘)監査懇話会監査セミナー



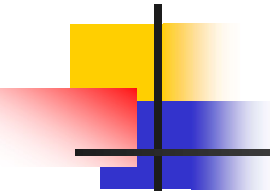
参考資料②

- 2023年12月25日 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告(金融審議会)
- 2024年2月1日 投資者の視点を踏まえた「資本コストや株価を意識した経営」のポイントと事例(東京証券取引所)
- 2024年2月13日 証券アナリストに役立つ監査上の主要な検討事項(KAM)の好事例集 2023(日本証券アナリスト協会)
- 2024年4月18日 第29回 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 事務局説明資料、参考資料(金融庁)
- 2024年5月8日 企業買収における行動指針の概要と実務対応(アンダーソン・毛利・友常法律事務所 塚本 英巨)監査懇話会監査セミナー
- 2024年5月21日 エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書(GPIF)
- 2024年6月7日 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(金融庁)意見書(7)



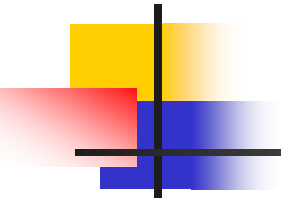
2023年12月19日 公開買付制度・大量保有報告制度等 ワーキング・グループ(金融審議会) 第6回議事録

もし仮に日本においてそのような点(注:会社法と金商法という2つの法律の存在)が問題になって必要な規制が入れられないとすれば、それは法改正のプロセスに欠陥があるといえますか、非常にフレキシビリティに欠ける、正直言うと遅れた国になるような感じがします。諸外国でも公開買付制度や大量保有報告制度については様々な議論があるわけですが、会社法と金商法の役割分担みたいな形で必要な規制がブロックされるというのは、アメリカみたいに連邦法と州法が分かれている国ではそういうこともあり得るのですけれども、そうでなければあまり問題にならないところでありまして、そのようなところが障害にならないように、これは将来の法改正についてもそうですけれども、ぜひ適切に立法上の措置をお願いしたいと思います。



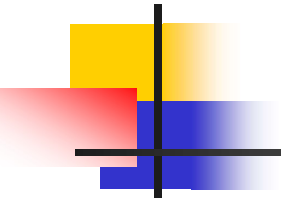
2024年4月18日 第29回 スチュワードシップ・コード及び コーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議

コーポレートガバナンスとスチュワードシップの結節点にある取締役会の機関設計、特に委員会等設置会社のあり方について、同制度がスタートして20年（中間形態である監査委員会等設置会社の制度化からもほぼ10年）が経過し、当時と比べて社外独立取締役の数が飛躍的に増えていることに鑑みて、そろそろ制度再検討すべきタイミングに来ていると考える。資本民主主義議院内閣制において、指名委員会が企業統治上の最高機関である取締役会を飛び越えて、株主総会に重要議案である取締役選任案を直接出せる仕組みには大きな疑義がある。社外独立取締役が過半数を占めている取締役会の場合、かかる変則的な仕組みである合理性、必要性は乏しく、むしろ取締役の一部しか参加していない指名委員会の暴走リスクの方が懸念される。会社法の改正マターなので法務省にもまたがる議論になるが、ある意味、いよいよガバナンス改革が実質化段階へと進んできた今、取締役会の機関設計において世界標準によりハーモナイズした委員会等設置会社の機関設計へと進んでいくべきと考える。



その他の議題

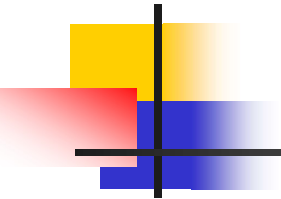
- 内部通報制度(補充原則2-5①)
- 会計監査人の選定と評価(補充原則3-2①)
- 会計監査人との連携(補充原則3-2②)
- 能動的・積極的な権限の行使(原則4-4)
- 監査役の経験・能力(原則4-11)
- デュアル・レポート・ライン(補充原則4-13③)
- トレーニング(原則4-14)



内部通報制度

補充原則 2-5①

上場会社は、内部通報に係る体制整備の一環として、経営陣から独立した窓口の設置（例えば、社外取締役と監査役による合議体を窓口とする等）を行うべきであり、また、情報提供者の秘匿と不利益取扱の禁止に関する規律を整備すべきである。

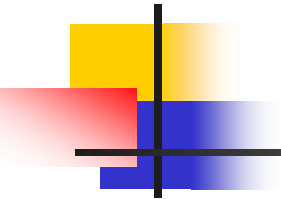


会計監査人の選定と評価

補充原則 3-2①

監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。

- (i) 外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定
- (ii) 外部会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認

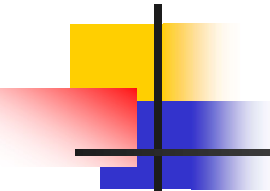


会計監査人との連携

補充原則 3-2②

取締役会及び監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。

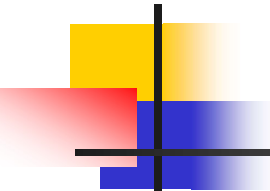
- (i) 高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保
- (ii) 外部会計監査人からCEO・CFO等の経営陣幹部へのアクセス(面談等)の確保
- (iii) 外部会計監査人と監査役(監査役会への出席を含む)、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保
- (iv) 外部会計監査人が不正を発見し適切な対応を求めた場合や、不備・問題点を指摘した場合の会社側の対応体制の確立



能動的・積極的な権限行使

原則4-4（監査役及び監査役会の役割・責務）

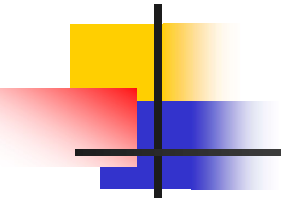
監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、監査役・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。また、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべきである。



監査役の経験・能力

原則4-11（取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件）

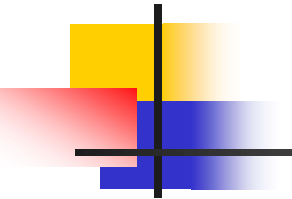
取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。



デュアル・レポート・ライン

補充原則 4-13③

上場会社は、取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。また、上場会社は、例えば、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる者の選任など、社外取締役や社外監査役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うべきである。



トレーニング

原則4-14（取締役・監査役のトレーニング）

新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適合したトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。