

CG 改革の成果と課題等について

1. CG 改革の成果と課題

- アベノミクスの一環として導入された CG 改革の目的は「健全なリスクを取る体制を整備し、稼ぐ力を強化すること」にあったが、現状を見ると仕組みは色々作られたものの、それが稼ぐ力の強化にはつながっていないように見える。CG 改革によってマクロ的に「稼ぐ力」が強化されたことを客観的に証明できるか。
- 仮に「稼ぐ力」がついていないとすると、それは仕組みの導入が進んでいないためなのか、仕組みの活用が不十分であるためなのか、そもそも仕組み自体に問題があるためなのか、いずれであろうか。
- CG 改革の目玉の一つである「社外役員」に対する本音ベースでの厳しい評価（「アルバイト社外取締役」等）があるが、これをどうみるか。社外役員制度ですらすでに形骸化していると見るべきか。今後実質が備わっていくと見るべきか。

2. これからの CG 改革の方向性

(1) 経営情報の開示

- 私が CG 改革の唯一かつ最大の成果と考えているは「経営情報の開示の進展」。
 - 経営情報がタイムリーかつ詳細に開示されることになって、経営の透明性が向上し、経営が多くの人（「市場」を含む）の監視の目に晒されることになった。
 - 総会、取締役会、監査役会といった特定の社内機関だけで経営監督を完璧に遂行することは様々な事情・制約から困難。企業を衆人監視の状況に置くことが企業経営に規律を与えることに寄与（「人目」を気にする経営）。
- 「経営情報の開示」と「経営情報へのアクセスの容易化」の推進を今後の CG 改革の柱に据えるべきではないか（少なくとも大企業は社会の公器として社会全体で監視するという考え方）。

- 他方、CG 改革の各施策の成果を評価し、効果の薄い施策については早急に廃止すべきではないか（変革における「引き算」の重要性）。

(2) 委員会設置会社の問題

- 日本の委員会設置会社は制度上の矛盾を内包。
 - 日本の取締役は法律上「業務執行の決定」の当事者であり、「決定」内容の是非まで踏み込んだモニタリングは自己否定につながりかねないため困難。一方で米国は、定款によって取締役の権限を自由に設計でき、監督（モニタリング）に専念させることも可能。
- 委員会設置会社に本来の機能発揮を期待するなら、会社法を改正し米国流の導入が必要ではないか。

(3) ESG、SDGs等の「流行」について

- CG の定義や射程範囲次第だが、ESG、SDGs等の「世の中の流れ」への対応は、本来は CG の問題というより、流れに対していかにうまく身を処すか（経営戦略や経営姿勢）という問題ではないか。何でもかんでも CG に取り込むことは CG の意義を不明確化することにならないか。
 - 会社は世の中から嫌われれば商売ができない存在。だから、世の中の流れには逆らうべきではない。「世界の流れに真面目に対応しないとビジネスチャンスを失うばかりか、仲間外れにされたり、制裁を受けたり、悪い評判を立てられたりしますよ」ということ。
 - 流れが強まりルール化の方向に進めばコンプライアンスの問題。

3. 監査役への期待について

- (1) 「正確・適正止まり」から「企業価値の視点へ」との主張はよくわかるが、行き過ぎると業務執行への過剰な介入となる恐れがあるので、慎重に考えるべきではないか。
 - 企業価値の評価は主観が入り易い。
 - 機関ごとの役割と責任の分担の観点からも、業務執行については結果責任を厳しく問うことを前提に社長以下の執行部の裁量を幅広く認め、監査役による「企業価値の視点」からの指摘や提言・助言については必要最小限にとどめるべきではないか。
 - そのうえで監査役が監査に当たって重視すべき「企業価値」とは具体的にどの

ようなものがあるか。

(2)「投資家との対話」の促進の重要性は十分理解するが、インサイダー疑惑を招かないようにその方法を工夫するとともに対話情報の開示に努める必要があるのではないか。

—— 個別の投資家との対話で公表資料の内容を読み上げるだけでは投資家のニーズは満たせない。一方で、個別対話にはインサイダー情報の漏洩（意識的・意図的なものばかりではなく無意識やミスによるものも含む）の問題が常に付きまとう

—— 本来は個別対話より多くの投資家が参加する公開の場での対話の促進の方が重要ではないか。また、個別対話をする場合には、対話内容の速やかな公表も検討すべきではないか。

以上

CG改革の成果と課題(問題提起)

1. 株主・投資家との対話

株主・投資家との対話が促進、深化することは望ましいことですが、会社が一部の主要な株主・投資家としか対話せず、その内容について他の株主・投資家は知らないというのでは不公平ではないでしょうか？

決算発表後に投資家向けの説明会を開催して、その様子を動画で配信している会社がありますが、そこでは証券アナリストとの質疑応答に限られている場合が多いようです。また、個人の株主にとっては年1回の株主総会しか会社との対話の場はありませんが、新型コロナウイルス感染拡大のため、総会への参加は控えるように求められています。個人の投資家向けの会社説明会を開催するところもありますが、これも限定的なようです。

監査人の監査報告書にKAMの記載を求めると同様に、Fair Disclosureの観点から株主・投資家が会社と議論した内容について、その概要を開示すべきではないでしょうか？

2. CGコードの「コンプライ・オア・エクスプレイン」

CGコードが改訂される度にレベルが上がり、会社の中には見かけ上「コンプライ」しているが、実質は伴っていないというところが増えるのではないかと危惧します。場合によっては、別の方法で「コンプライ」しているという「エクスプレイン」の方が望ましいように思います。

「エクスプレイン」というと何か言い訳をしているようで、ネガティブな印象があるので、誤解を生まないように、積極的な「エクスプレイン」を表彰するような制度を設けてもよいのではないのでしょうか？

3. 社外取締役

社外取締役に期待される役割とその成果について、もっと具体的に開示するようにした方がよいのではないのでしょうか？改定されたCGコードでは、他の企業で経営経験がある人が望

ましいように書かれています。過去の成功体験が参考となるかもしれませんが、事業との親和性という観点からは、どれだけ効果があるか疑問です。

エクソンの場合、会社が推薦した社外取締役に比べて、取締役会で気候変動を議論するのであれば、株主が推薦する社外取締役の方が適任であるという判断が下されたわけですが、これは極端な例としても、この人に期待するものは何か、その人はそれに相応しいかということについて、株主・投資家にとって有益な情報が開示されるべきと思います。

4. ESG

ESGについては、個々の企業が主体的に取り組むことが期待されていると思いますが、個社とその株主・投資家の間だけで議論するには限界があるように思います。ある電力会社の株主総会で原発廃止という株主提案に対して、別の株主から「国の政策にかかわることであり、総会で議論するようなことではない」として提案を退けたことがあったそうです。業界の団体がかわるような動きもあるようですが、まだ確立したものには至っていません。

もちろん、個社で解決できる問題もあるでしょうが、E (Environmental) や S (Social) など、社会に広くかかわることについては、ルール化が必要ではないでしょうか？

5. 中期経営計画

会社は中期経営計画(5年間)を作成するのに多大な労力をかけていると思いますが、どれだけ役に立っているのでしょうか？中期経営計画を達成できなかったからといって、株価が下がるとは限りませんし、経営者が責任を取って辞任するという話も聞きません。

事業環境の変化が激しい中で、5年間の売上や収益の目標(予想)をすることにどれだけの意味があるのか疑問です。ソフトバンクは中期経営計画を作成していない(公表はしていない?)ようですし、三越伊勢丹は中期経営計画を取り下げました。

改訂されたCGコードでも、取締役会に対してサステナビリティについての議論を促しています。中期経営計画は作成しなくてもよいのではないのでしょうか？それよりも会社の成長戦略、事業戦略に注力した方が建設的な議論ができると思います(社内の管理上、中期経営計画が必要な会社は任意で作成すればよいでしょう)。

以上

三瓶祐喜先生へのご質問

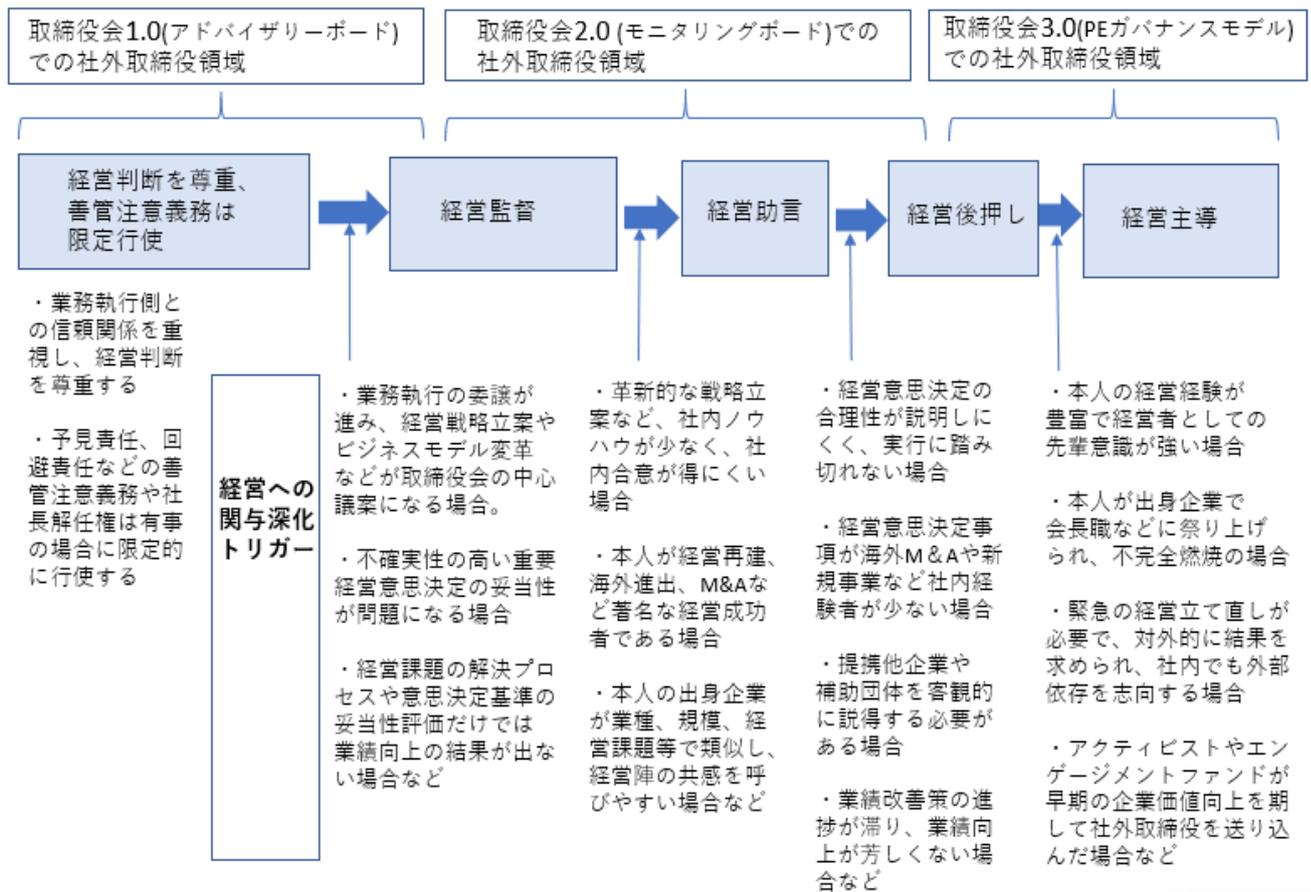
質問者 森本親治

変革のガバナンスを推進し、企業価値を高めるうえでの社外取締役の機能と、利害関係者からの独立性を保つうえでの監査役等の社外取締役との関係性に関する質問です。

下図1のような取締役会の機能変化と社外取締役の経営への関与度合の中で先生はどの段階が最適と考えておられますか。

機関投資家の中には社外取締役との対話を要望する理由として、社外取締役が経営戦略を後押ししている、リードしているという趣旨のことを仰る方もいます。三瓶先生は社外取締役の過半数化や筆頭社外取締役の導入に慎重でおられ、取締役会の構成の多様性を重視されていますが、経営経験の豊富な社外取締役は経営者に寄り添ってしまうバイアスや特定プライベートエクイティファンド等の利害を代表してしまうリスクもあり、両刃の剣と感じています。

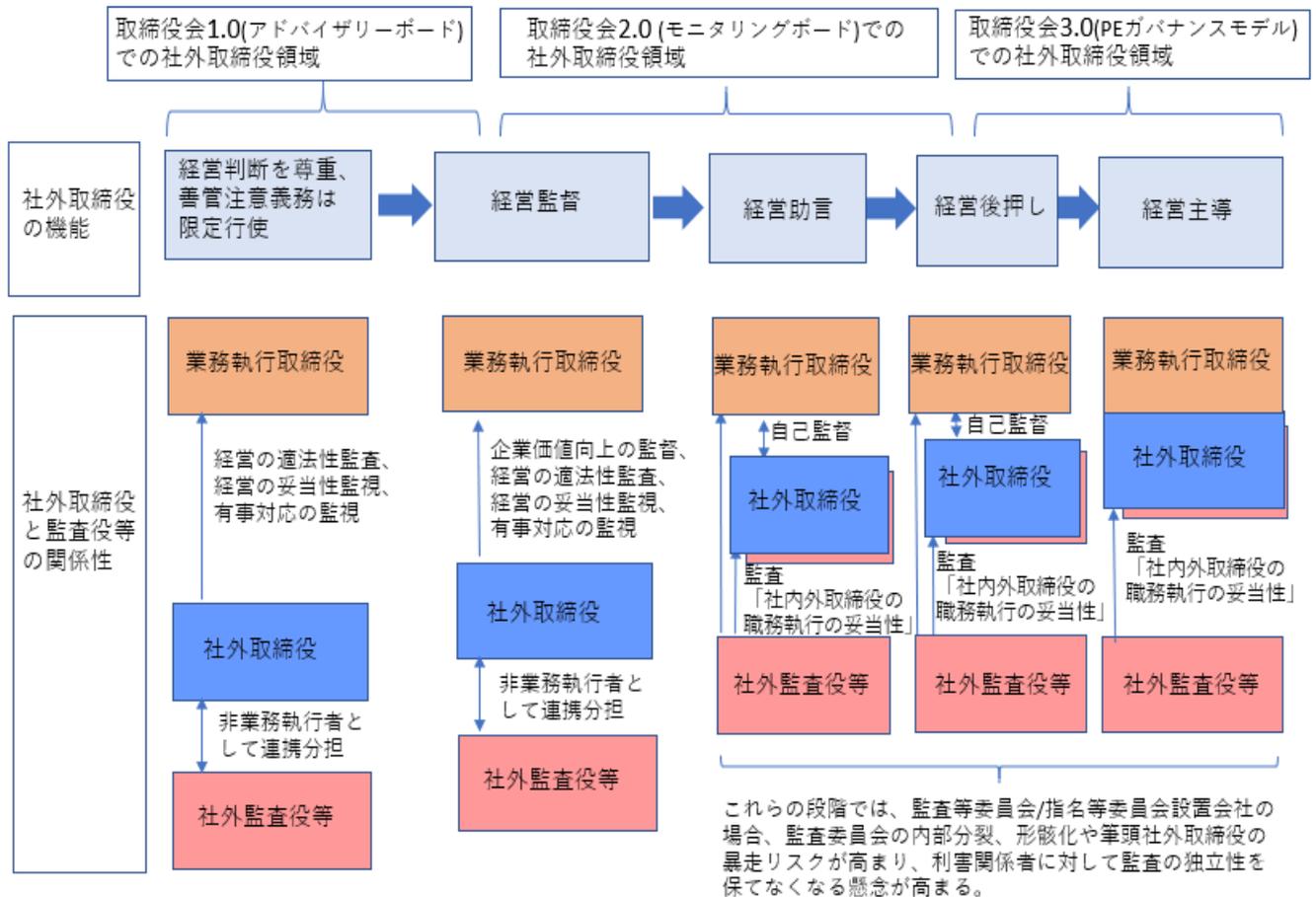
図1. 社外取締役の機能（独立性の低下と責任の増大）



社外取締役が経営に深く関与すれば、特に監査等委員会設置会社や指名等委員会設置会社の場合、監査委員会の独立的な牽制機能が下図2のように働きにくい懸念があると思いますが、先生はどのように考えておられますか。

攻めと守り、さらには変革のガバナンスをうまくバランスさせるためには、業務執行取締役、社外取締役と監査役等の関係性も社外取締役が果たす機能によって非常に微妙になってきます。

図2. 社外取締役の機能拡大に伴う監査役等との関係性変化



以上

2021年8月3日
監査懇話会理事 小林正一

三瓶様、詳細な資料をいただきありがとうございます。

私も損保ジャパン・アセットマネジメント監査役の経験もあり、投資家の立場からCG改革に関する成果と今後の課題等のご意見ご説明を興味深く拝見しました。

私自身は、現在マザーズ上場会社の常勤監査役です。今回いただいた資料について以下のとおり5点ご質問をさせていただければ幸いです。

1. P16、P24 機関投資家の独立性判断ポイントについて

(1) 東証独立役員届は最低条件とは思いますが、会社との関係についてどこまで要求されるのか、具体的にご教示いただければ幸いです。(閾値の意味合いなど)

将来的に独立社外取締役の過半数が求められる可能性もあり、独立社外取締役の選任については人数・割合は市場区分の見直しも含めて環境が大きく変化したとみています。来年以降は、独立社外取締役を確保するため、監査等委員会設置会社へ移行する会社も多くなるのではないかと予想しています。

(2) 支配株主を有する場合、独立社外取締役過半数または独立した特別委員会設置とありますが、CG4-8③に「独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された委員会を設置すべきである。」とありますが、「独立性を有する者」は社外監査役(独立役員)を想定されていたと考えてよいでしょうか。

2. P18 これからのCG改革の進むべき方向性 (指名委員会、報酬委員会)

(1) 「委員会乱立の懸念と統合的思考の重要性」を記載されていますが、指名委員会、報酬委員会、さらにサステナビリティ委員会等とCGコードに対応するための委員会は多くなる可能性はあります、特に独立社外取締役は改正会社法施行規則でその期待役割とその職務の概要の開示が求められています。会社規模にもよりますが、監査役または監査等委員は、委員会の委員として関与していることが妥当と考えられているでしょうか。

(2) 報酬委員会に関しては、フィデリティ投信は、「2021年6月1日から、A取締役の個人別の報酬等の内容の決定を代表取締役等特定の個人に委任しており、これを是正する措置を講じていないことが確認された場合等に当該代表取締役等特定の個人の選任議案に反対票を投ずる。B取締役の個人別の報酬等の内容の決定を任意の委員会に委任しており、当該委員会の構成において独立社外役員が過半数に満たず、これを是正する措置を講じていないことが確認された場合等に代表取締役の選任議案に反対票を投ずる。」とされています。

今後は、取締役の個人別の報酬の決定に関して「代表取締役の再一任」ということが難しくなるのではないかと考えておいた方がよいのでしょうか。

3 P19 スキルマトリックスについて

(1)対話ガイドライン 3-8 は、「取締役会全体として適切なスキル等が備えられるよう必要な資質を有する独立社外取締役が、十分な人数選任されているか」とありますが、監査役(社外監査役)についてもスキルマトリックスの開示は必要であると考えられていますか。

(CG4-11①)

(2)投資家の議決権行使についてもスキルマトリックスの開示がない場合は影響がでくるのでしょうか。

4 P29 事業 ROIC について

事業ごとの資本収益性を図る指標として ROIC(資本収益性)等を導入し、資本コストの比較をするよう事業セグメントごとの B/S を整備するなど、こうした事業評価を行う仕組みを構築することの開示が今後求められてくるのでしょうか。

また、開示の水準のレベルはどの程度でしょうか。(例えば事業セグメントごとの資本収益性(ROIC 等)について実績値と目標値を開示するなど)

5 P31 企業と投資家のエンゲージメントの成果について

フィデリティ投信のエンゲージメント方針・エンゲージメント・アプローチを拝見しました。エンゲージメントの際の企業側と投資家側の留意点などあればご教示ください。

具体的な事例も記載いただいておりますが、特に成果に至った背景などお話しいただけると幸いです。さらに今後、社外取締役または監査役等が投資家(株主)との対話(面談)に対応する場合、投資家から見て留意すべき点があればご教示ください。(CG5-1①)

以上

＜三瓶裕喜先生への質問メモ＞

CG 改革について行政関係等の検討会、研究会、フォローアップ会議などのメンバーとして、多彩に活躍されておられる先生の幅広いご洞察、ご卓見に接することを楽しみにしています。貴重なレジュメ拝読させて頂き、質問事項をまとめました。ご講演の中でご回答いただけた部分もあるとは思いますが、時間の制約もありますので、適宜のご対応をお願いします。

1. CG改革の進むべき方向性について

わが国におけるこれまでのCG改革は、海外からの投資を呼び込むために、欧米流（グローバル基準）のいわば「アメとムチ」（報酬と人事）のガバナンスを中核にした行政主導で進められてきたように思います。企業は積極的に対応する一方で、形式的対応で良しとしている状況もあります。

CGコードを制定・改定して改革が進んでも、依然として企業不祥事は跡を絶ちません。さらに企業を取り巻く環境は急激に変化しています。これからのCG改革の進むべき方向性として、相変わらず行政主導施策を中心としたCGコード(ソフトロー)に依存するのか。むしろプリンシプル(コンプライ・オア・エクスプレイン)ではなく、ルール(ハードロー)への転換(回帰)が求められるのではないのでしょうか。

また、制度的規制による改革と共に改めて経営者自身の経営に対する姿勢、経営哲学、経営理念の喚起(経営の本質は“責任”である)こそ重要ではないのでしょうか。

2. 投資家の社会課題認識について

投資家としては、業績や財務などを重視し、より多くのリターンを短期に得られる企業に投資することが当然で、社会課題(気候変動、環境汚染、人権や格差など)解決に寄与することが投資の目的ではないと思います。にもかかわらず、投資家がコストパフォーマンスを越えて企業のESG、SDGs対応を重視する方向に意識変化しているのはなぜですか。また、ESG格付けやESG情報は投資判断の材料としてどの程度重視しているのですか。そしてESGへの企業の取組みをどのように評価するのですか。

3. 機関設計の一本化について

会社法では、監査役(会)など3つの機関設計が規定されています。金融庁フォローアップ会議で一本化の意見が出たようです(一本化といっても既存の制度のいずれかに収斂させるのか、部分改良するのか、新規に制度設計するのかなどいろいろ考えもあると思います)。制度の多様性が有り、各企業はそれぞれの事情で選択すれば良いという考えと海外から見れば理解しづらいとの考えもあるようです。一本化について、今後検討の必要性は

あるか、先生のお考えをお聞かせください。

以上

今回、投資家の立場から監査役等への期待に関するご講演を賜り、誠に有難うございます。初めてこのような対話の機会を頂きましたので、当方から実例2件を挙げて、監査役等から見た投資家の立場への懸念点及び質問を出させて頂きますので、ご教授をよろしくお願い致します。

① 東証1部上場会社・天馬株式会社(以下天馬)の今年の株主総会での「監査等委員である取締役の選任」に関して、天馬の監査等委員会による選任議案(会社提案)に対抗して、米投資ファンドのダルトン・インベストメントグループ(以下「ダルトン」)他が、天馬の執行側の意向を受けた指名・報酬委員会による監査等委員である取締役の選任」議案と同じ内容の株主提案を行った件：

1) 昨年、天馬は外国公務員に対する贈賄事案を契機に、創業者一族間でのヘゲモニー争いが激化する中で株主総会に向けて、監査等委員会は「監査等委員ではない取締役の選任についての監査等委員会の意見陳述権(会社法第342条の第4項)」及び「監査等委員である取締役選任議案の総会提出請求権(会社法第344条の2の第2項)」を行使し、更に同贈賄事案に関与した取締役他を対象とした「取締役責任調査委員会の設置」を実行したことで、監査役等の関係者から大きな反響がありました。

(結果として、米国の議決権行使助言会社ISSなどの反対推奨もあり、会社側提案の中の取締役候補3名は否決され、監査等委員会からの監査等委員である取締役選任議案は可決されました。なお、否決された取締役候補者2名は、その後の取締役会で反対意見があったものの執行役員に就任決議されました)

2) 今年の株主総会に向けて、監査等委員会は取締役に対して、会社法第344条の2の第2項に基づき、3名の監査等委員である取締役候補の選任議案の提出を請求しました。天馬の取締役会はこの選任議案に反対しましたが、会社法上の規程に従い、会社提案議案として位置づけました。しかし、昨年設立した任意の諮問機関である指名・報酬委員会は別の3名の監査等委員である取締役を推薦し(同委員会の3名の委員は執行側＝反監査等委員会)、それを受けた形で、株主であるダルトン及びオアシスが株主提案として、この別の3名の監査等委員である取締役選任議案を提出しました。当然、天馬の取締役会はこの賛成し、監査等委員会は反対しました。

(結果として、執行側の保有株数が増加した事、議決権行使助言会社が取締役会の賛成議案に賛同した事等があり、監査等委員である取締役選任議案は、ダルトン・オアシスの株主提案が可決、会社(監査等委員会)提案は否決。監査等委員を除く取締役選任議案は、会社(取締役会)提案が可決、天馬のガバナンス向上を考える株主の会(以下「考える株主の会」)の株主提案は否決となりました)

3) この結果を受けて、「考える株主の会」は、13.2%の株式保有のダルトンが昨年グループ会社の経営者を天馬の非常勤取締役に送り込んだことと今回の監査等委員である取締役3名の合計4名の取締役(36.4%)を実質的に指名していることになり、ダルトンと天馬の一般株主との間に重大な利益相反が生じる懸念があると表明しています。更に、昨年の監査等委員会が海外贈賄問題に関与した取締役の責任を追及しようとした件が、馴れ合いで実質的に頓挫するのではないかと懸念しています。

4) 6月21日の日経comでは、「経営陣が外部株主と組んで意に添わない監査等委員会を刷新しようとする形にも見え、会社法の盲点ともいえる事態になっている。・・・会社法第344条の2の監査等委員会の同意権は、取締役会をチェックする監査等委員会の独立性を保つための規定だが、株主提案にはこうした決まりがない。経営陣と株主による事実上の共闘で、経営陣に都合の悪い監査等委員会を排除できる

道が開いたともいえる。原正雄弁護士は『会社法の趣旨が骨抜きになりかねない』と話す。早大の渡辺宏之教授は『もし会社側が株主に株主提案を出すよう働きかけていた場合、違法の恐れがある』と話す。・・・（当時の）社外取締役・北野常勤監査等委員は『ベトナムでの贈賄疑惑で当時取締役として深く関わった2名が今も執行役員として起用され続けていることが根本的な間違いだ。監査等委員会として独自で適時情報開示が出来ない（システムであり）、東証にも問題があるのでは。・・・これまでガバナンスによる自浄作用を働かせることが出来ず、申し訳なく思う』との記事がありました。

- 5) この記事に対して、川井信之弁護士は、「会社法第344条の2にある監査等委員会の同意権や、会社法343条にある監査役(会)の同意権は、監査役等の経営陣からの独立性を保つためのもので、株主からの独立性まで保つものではない。従って、株主提案の方法であれば、監査役等の同意なくして、株主総会の議案とすることは妨げられない。最後は、株主提案と監査役等の提案のどちらが株主総会で支持されるかという事になり、結果的にはバランスの取れたルールになっていると判断する」と意見表明しています。
- 6) ここで、三瓶講師への質問になるのですが、この天馬の事例に関して、監査等委員会による業務執行側へのブレーキ機能と、監査等委員会に対する株主によるブレーキとのバランスに関して、どのようにお考えになるのか？更に、海外の有力株主である投資家がかつてコンプライアンスに問題があった経営陣に対して、取締役の責任を追及し経営陣を立て直す事よりも、現経営陣により会社の利益拡大策という現実問題を優先することが、「投資家は人的資本と企業価値をどう結び付けるのか」のテーマの回答になるのでしょうか？という事です。ストレートに言えば、今回のダルトンの取った行動は、あるべき投資家の立場からして、どう評価されるのでしょうか？

② 東芝の6月10日調査報告書に関して、強い疑問を出された早大上村達男名誉教授の「ファンドに翻弄される日本企業」論稿（7月14日産経新聞オピニオン欄）：

- 1) 上村名誉教授の主張は「マスコミ等はこぞって会社法316条2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者による調査報告書の内容を信じ切ってしまうと、さも真実であるかのように報じているが、そこまで調査報告書の内容は信用性の高いものなのか。東芝の6月総会の議決権行使は、あの調査報告書の内容が不当な影響を与えてしまっていて、決議の方法が著しく不当なもの、或いは多数決の濫用になっているのではないか。

3%以上を保有する大株主は株主総会に関係なく、業務財産状況に関する検査役選任を裁判所に求めることが出来る（会社法第358条）のに、東芝の循環取引を不正・違法と主張するなら、筆頭株主のエフィッシモ・キャピタル・マネジメントらは、この権利を行使出来たのに、それをせずに今回の挙に出たことについては、裁判所の関与を避け、高報酬を弁護士に提供することで、利己的な目的を達成するためと見られても仕方ない。

社外取締役は株主との関係でこそ独立性が保証されねばならない。大株主の意向次第で経営陣らのメール等が勝手に閲覧され、それを使って作られたストーリーの印象操作により、社外取締役（とりわけ監査委員とか監査等委員）らが事実上追放されるとしたらモニタリングなど絵に描いた餅である。そもそも東芝は「お人よし」過ぎるのであり、調査については『不当なもの』として拒否すべきであった。」というものでした。（7月16日山口利昭弁護士「ビジネス法務の部屋」を要約）

- 2) 上記上村名誉教授の論点からして、三瓶講師の言われる「投資家の立場から監査役等に期待すること」の裏返しとして、今回エフィッシモの取った行動について、東芝の監査委員はどのような対応をすべきであったと思われますでしょうか？
以上。

<三瓶先生レジメへのコメント・質問メモ>

2021.8.5 板垣 隆夫

緻密かつ広い視野からの素晴らしい報告資料を有難うございました。セミナーでは忌憚のない議論により、問題点を深掘りするとともに、相互理解が進むことを期待しています。小職からは、取敢えず1点に絞ってコメント&質問を行います。対象領域は、今回のセミナーの開催趣旨である「投資家と監査役等の対話」の前提ともなる「CG改革および企業経営において投資家が果たす役割」です。

1. コメント～投資家に対するイメージ

- CG改革以前での投資家のイメージは、「他の利害関係者（社員、経営者、株主など）の犠牲の上に、自らの利益を創る」海外ハゲタカファンドであり、投資先に対し株主や投資家の利益を最優先するよう迫る村上世彰氏に代表されるアクティビストファンドであり、ネガティブな印象が強かった。
- 2014年以降のCG改革の中で、SSC・CGCを策定、改訂する有識者会議、フォローアップ会議等に参加する投資家サイドの方々の発言を通して、企業の持続的な企業価値創造を目指す立場から企業経営にエンゲージする投資家の存在を知ることが出来た。
- 同時に、投資家と言っても様々な立場があり、「投資家」として一括して論じることは適切ではないと感じている。機関 vs 個人投資家（株主）、国内 vs 海外投資家、アセットオーナー vs 運用機関、アクティブ運用 vs パッシブ運用、長期保有 vs 短期保有、機関投資家 vs 議決権行使助言会社等々。
- 三瓶先生のように投資家フォーラムに参加する投資家は、企業の持続的な企業価値創造を実現するために個別企業との真摯なエンゲージメントを行うと共に、日本の企業社会や日本経済の健全な発展を目指して意見発信されており、基本的な目標においては監査懇話会に結集する現役&OB 監査役等と合致する。その一方では、あるべき制度論や目標達成の方法論においては、立ち位置の違いから意見の異なる部分は多々存在する。一致点をどう拡大するかが今後の課題である。

2. 質問～機関投資家に関する疑問

(1) パッシブ運用する機関投資家について

- エンゲージメントはコスト増として回避され、希望する機関投資家は実際には少ないのではないかと
- 議決権行使についてもリサーチせず助言会社に機械的に従うことがコスト削減となることから、形式的対応が主流となる必然性があるのではないかと

(2) 海外の機関投資家について

- 海外の機関投資家の影響力はどれ位大きいのか（特に米国による長年の対日圧力との一体化？）
- 国内の投資家の発言は海外の機関投資家の意向が色濃く反映されているのではないかと



★海外投資家やパッシブ運用する投資家が、企業経営について形式的な判断基準を重視することから、CG改革を通して経営のグローバル基準への統一化が進んでいるのではないかと（モニタリング・モデル、日本特有の監査役制度の排除、政策保有株の縮減等）。そのことは、必ずしも日本企業による自社の状況に応じた長期的な企業価値の向上態勢の構築をもたらさず、逆に企業価値を毀損するおそれもあり得るのではないかと。

(3) アクティビストと機関投資家

- 最近アクティビストの提案に対し、機関投資家が株主総会で同調することにより株主提案が可決もしくはそれに近い支持を得る事例が多くなっているように思える。このことはCG改革の長期的な企業価値重視の動きにもかかわらず、結局はパッシブ運用や海外の投資家が短期的視点からの業績成果を求める傾向を強めることにはならないかと。

以上