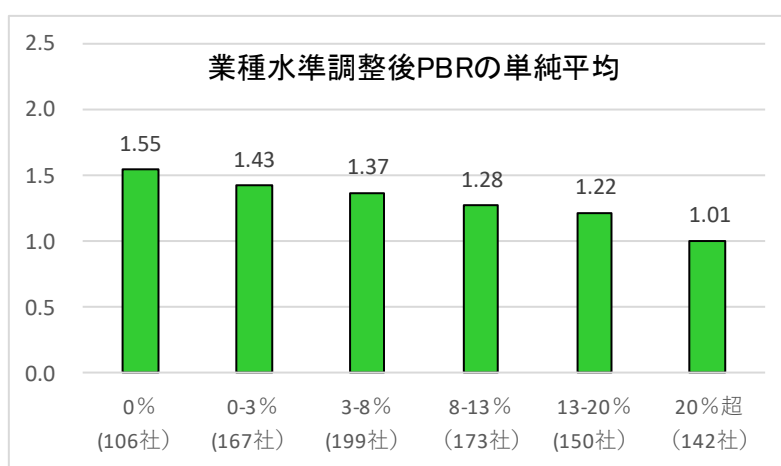


添付資料 2 保有している企業における経営規律のゆるみ

政策保有している企業で政策保有株を純投資株に振替えるケースが増えている。純投資株式は資本効率の観点からは政策保有株式と同じ問題を抱えているので、ここでは両者を含む「投資有価証券」のデータを使って経営規律の緩みが見られるかを検証する。

分析対象を 2023 年 3 月決算のプライム企業¹に絞った。投資有証比率（投資有価証券÷自己資本）で対象企業をクラス分けして PBR の水準を確認した。



ここでの PBR は業種水準調整後のものである²。投資有価証券を保有していない 106 社（投資有証比率が 0%）の平均 PBR は 1.55 と最も高く、投資有証比率が高くなるにつれて PBR は低下していき、20%を超える 142 社の平均 PBR は 1.01 と最も低かった³。事業活動に直接的に活用していない投資有価証券という資産を多く持つ企業ほど株主資本効率が低いことが確認される。

次に経営規律の高低と関係があると考えられるガバナンス上の特徴を投資有証比率クラス別に観察する。「経営規律の緩み」は、

- ① 企業統治形態では、指名委員会等設置会社が少なく監査役設置会社が多い
- ② 取締役人数が多い
- ③ 独立社外取締役比率が小さい

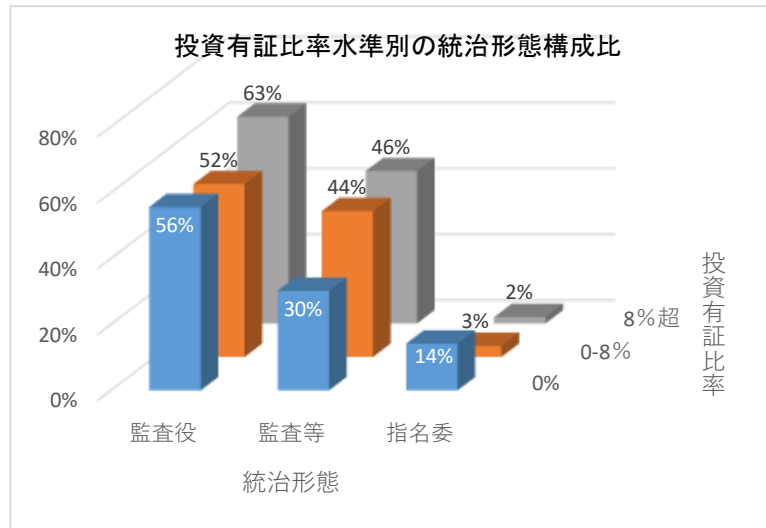
というところに現れるのではないかと思われる。

¹ 2023 年 12 月末時点の東証プライム企業のうち、分析データが有効な 3 月決算企業 937 社を対象にした

² 具体的には「全社の PBR の中央値 + (当該企業の PBR - 所属する業種の PBR 中央値)」として計算した

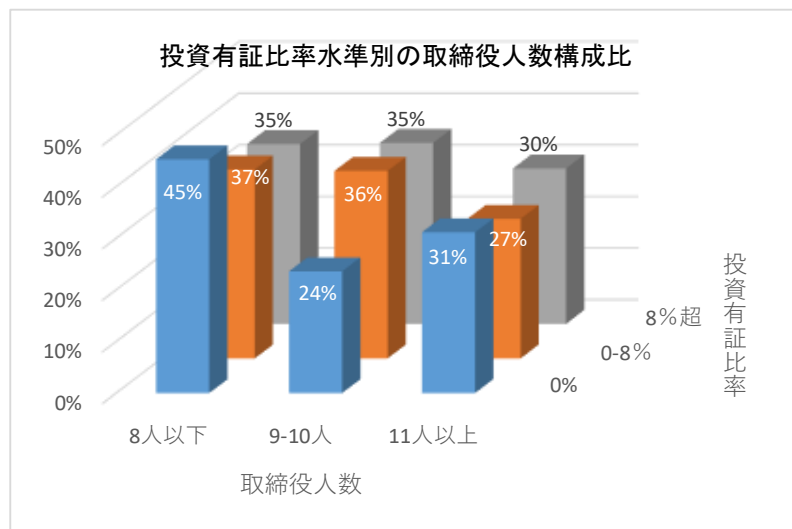
³ 業種水準を調整した後の平均 PBR は 1.01 だが、調整する前の単純平均 PBR も 1.16 で最低だった

① 統治形態



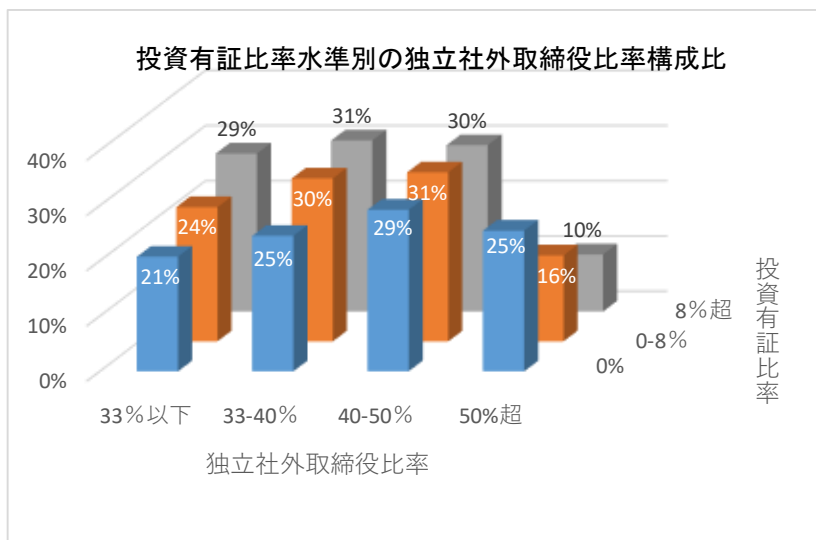
投資有証比率が8%超の企業は、投資有証比率が0%の企業や0-8%企業と比べて指名委員会等設置会社が2%と最も少なく、監査役設置会社は63%と最も多い。指名委員会等設置会社は投資有証比率0%の企業が14%と他のクラスより多い。投資有価証券を多く持っている企業は統治形態の見直し・機能強化に積極的とはいえない傾向がありそうだ。

② 取締役人数



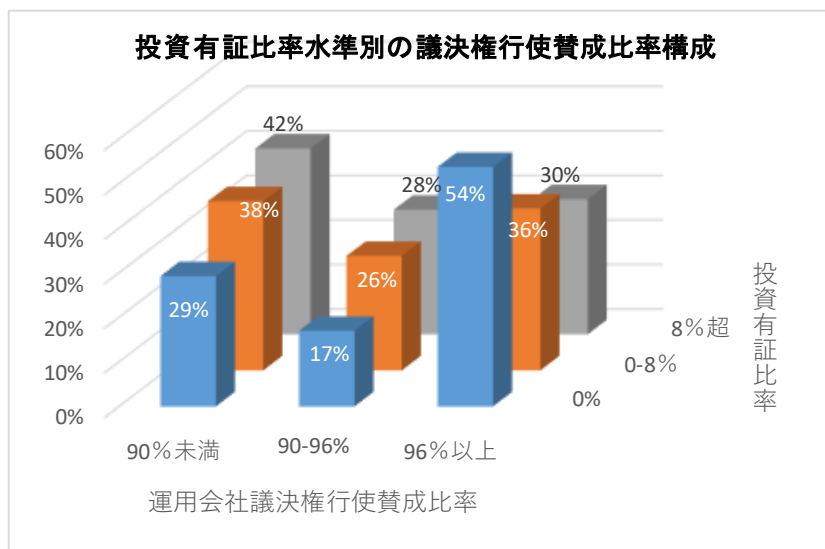
日本の伝統的な会社（JTC）では取締役会は意思決定の議論の場というより形式的な承認の場であった。取締役は多くても特に問題はないものと考えられていた。しかし、取締役会の実効性向上が強く求められるようになり、取締役人数を絞って実質的な議論が行われることが期待されている。投資有証比率が0%あるいは0-8%の企業は、8%超の企業と比べて低人数体制の傾向が見られる。8%超の企業は取締役会の実効性向上にやや疎い可能性がある。

③ 独立社外取締役比率



独立社外取締役は株主の代表として経営を監視し企業価値向上を促すことが期待されている。独立社外取締役は十分な人数であることが求められ取締役に占める比率も高くする必要がある。投資有証比率が8%超の企業は、独立社外取締役比率が50%超となっている割合が10%と最小で33%以下では29%と最大である。33-40%でも31%と最大になっている。投資有価証券を多く持つ企業は独立社外取締役をあまり重視しておらず、経営規律が緩い傾向がありそうだ。

最後に運用会社の議決権行使における賛成比率を見てみよう。



投資有証比率0%企業は議決権行使での賛成比率が96%以上のケースが54%と最も高く、8%超企業は賛成比率が90%未満となっているケースが42%と最も高い。このように運用会社は投資有証比率が高い企業ほど議案に反対する傾向がある。間接的ではあるが、投資有証比率が高い企業ほど経営規律に緩みがあることを示唆しているのではないかと。

添付資料 2-III-⑤

スチュワードシップ活動の概況報告（2022年7月～2023年6月）

MS&AD インシュアランス GHD、三井住友海上火災保険、あいおいニッセイ同和損害保険、東京海上日動火災は金融庁 SS コードを受入れ、下記のような報告をしている

(3) 議決権行使の結果

①三井住友海上

議案項目	議案数	賛成	不賛同
会社提案	2,206	2,187	19
① 剰余金処分	455	454	1
② 取締役の選任（解任）	797	788	9
③ 監査役・会計監査役の選任（解任）	443	440	3
④ 役員報酬・賞与	117	117	0
⑤ 役員の退職慰労金・弔慰金	43	38	5
⑥ 新株予約権の発行および株式報酬	14	14	0
⑦ 組織改編関連	8	8	0
⑧ 定款変更	161	161	0
⑨ 買収防衛策	25	24	1
⑩ その他	143	143	0
株主提案	227	0	227
合計	2,433	2,187	246

②あいおいニッセイ同和

議案項目	議案数	賛成	不賛同
会社提案	1,535	1,514	21
① 剰余金処分	380	375	5
② 取締役の選任（解任）	523	512	11
③ 監査役・会計監査役の選任（解任）	293	291	2
④ 役員報酬・賞与	81	81	0
⑤ 役員の退職慰労金・弔慰金	24	23	1
⑥ 新株予約権の発行および株式報酬	63	63	0
⑦ 組織改編関連	8	8	0
⑧ 定款変更	117	117	0
⑨ 買収防衛策	33	31	2
⑩ その他	13	13	0
株主提案	165	0	165
合計	1,700	1,514	186

【議論】：「政策保有している企業」に対する議決権行使結果開示要請はどの程度を求めるか

- ・上記の損保程度の開示でよいか（個別ではなく集計ベース）
- ・運用会社のように全議案に対する個別開示まで求めるか
- ・政策保有先で賛成比率が低かった議案に対するこの企業の行使内容の開示を求めるか
- ・運用会社賛成比率が低い議案に対する行使内容の開示を求めるか
- ・政策保有してもらっている会社からこの企業への賛成比率の開示を求めるか

●金融庁ホームページから 2024 年 3 月 27 日情報取得

これまでに「受入れ表明」をしていただいた機関投資家について、業態別に分類した結果は、以下のとおりです。（令和 5 年 12 月 31 日時点）

・ 信託銀行等	:	6
・ 投信・投資顧問会社等	:	208
・ 生命保険・損害保険会社	:	24
・ 年金基金等	:	82
・ その他（機関投資家向けサービス提供者等）	:	11
（合計）	:	331

○「損害保険会社」は、

あいおいニッセイ同和、三井住友海上火災、損害保険ジャパン、東京海上日動の 4 社のみ。他の 20 社は生命保険会社

○「年金基金等」では、「年金」ではなく、企業名になっているのは次の 3 社

荏原製作所、リコー（規約型企業年金）、住友化学株式会社（規約型企業年金）

・荏原製作所は「荏原グループ確定給付企業年金※の運用において、資産保有者(=アセットオーナー)として、スチュワードシップ責任を果たすため」

○「その他（機関投資家向けサービス提供者等）」には一般の企業はない