

コーポレートガバナンス・コードへの対応を迫られる地方銀行

—政策保有株式開示や独立取締役の増員が課題に—

株式会社大和総研 金融調査部

主任研究員 鈴木 裕

はじめに

日本版スチュワードシップ・コードが2014年2月に公表され、今度はコーポレートガバナンス・コードが作られようとしている。東京証券取引所と金融庁が共同事務局を務める有識者会議では、本年3月に「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方」（以下、コード原案）をまとめた。これを受けて東京証券取引所では、上場制度の整備を進めているところだ。3月決算の会社の場合には、2015年6月総会後のガバナンスの状況について、遅くとも12月末までに情報開示等の対応をするよう求められることとなりそうだ。

スチュワードシップ・コードは、日本の上場企業株式に投資をする機関投資家の参加を募り、実際に多くの参加表明があったが、銀行はメガバンクも含めて一切参加していない。銀行は、上場企業株式に投資をしているとは言っても、顧客から委託を受けて株式投資を行っているわけではないという点で、投資信託や年金基金、生命保険などとは異なる。顧客のために資産運用を行う機関投資家に参加を呼び掛けるスチュワードシップ・コードに、銀行が参加していないとしても不都合はあるまい。

しかし、今回のコーポレートガバナンス・コードは、上場企業に対して上場規則として適用する形になるので、メガバンクや地方銀行も対応を行う必要が生じる。上場企業としての銀行が、自社の株主をはじめとした多様なステークホルダーに向けて、コーポレートガバナンスへの取り組みを開示するというものである。既に、上場企業は「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」を取引所のウェブサイト上に常時掲載している。これは投資家が各社のコーポレートガバナンス体制について、独自に比較・判断することを容易にするためのツールだ。コーポレートガバナンス・コードでは、このコーポレートガバナンスに関する報告書の記載内容を一層厚くする方向での規則改正が行われる見通しであるが、内容によっては、アニュアルレポートやホームページへの記載、株主総会で説明する方法もあり得よう。

多様な内容を含むコーポレートガバナンス・コード

コード原案は、5章の基本原則、30条の原則、38項の補充原則で構成されている。一つ一つのどれもが、関心を呼びそうなテーマで

はあるが、企業によっては、少なからぬ項目で既に自主的な対応を済ませている場合もあるだろう。たとえば、株主総会招集通知の早期発送やインターネットでの開示を促す補助原則1-2②については、既に多くの上場企業が取り組みを見せている。会社法上株主総会期日の2週間前までに発送することとされている招集通知を3週間、4週間前に発送することは珍しくない。また女性の活躍促進を含む多様性の確保を推進すべきとする原則2-4についても何らかの方針を策定済みという企業は多い。コーポレートガバナンス・コードへの対応の先例として、参考にすることができるだろう。

その一方で、なかなか対応が難しい項目や、参考事例に乏しい項目も散見される。以下、独立社外取締役複数選任、政策保有株式に関する情報開示、株主との対話促進のための方針づくり、資本政策の4点に絞って対応を検討したい。

独立社外取締役複数選任と 独立性基準の策定・公表

原則4-8では、「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである」としているが、少なからぬ上場企業が対応に苦慮することになるのではないだろうか。2014年7月時点で東証1部・2部に上場する企業2,359社中、独立社外取締役を2名以上選任していたのは408社にとどまる一方で、独立社外取締役を一人も置いていないのは1,077社であったという。独立社外取締役1名の企業は、874社であった。従って、東証1部・2部上場企業に限っても、すべての企業が2名以上の独立社外取締役選任を遵守するには3,028人（＝

1,077×2+874）の独立社外取締役の選任が追加的に行われなければならない。これを地方銀行（銀行業から都市銀行、旧長信銀と信託銀行を除く）について見ると、独立社外取締役1名が57社、2名以上が16社であるから、多くの地方銀行で追加選任が求められることになるだろう。

独立社外取締役とは、どのような属性を言うかは、各社がそれぞれ基準を策定・開示すべきとされている。原則4-9は「取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。」と記している。金融商品取引所、つまり東証の定める独立性基準を踏まえて各社が検討することになるわけだ。独立性判断基準を策定済みの上場企業は多数あり、参考事例に困ることは無いだろう。また、日本取締役協会でも、独立性判断基準の事例を公表している。発行済み株式の一定割合以上を保有する大株主の関係者や、取引高が一定割合以上の企業の関係者に独立性を認めないなどの基準を策定する事例も見られるが、数値基準を設けない例もあり、各社で様々な工夫が行われているところである。独立性判断基準を厳格に定めることも検討に値しようが、一方であまりにも厳格にしすぎれば候補者の数が限られてしまう恐れも生じよう。かといって、緩い基準を作ると独立性自体が疑わしくなる。

地方銀行の場合には、地方経済の中心に位置しているため、株式保有関係や金融取引関係で厳しすぎる独立性判断基準を作ると候補者を見つけられなくなることもあり得よう。また、その地方の上場企業が独立社外取締役を求める場合にも、大株主、メインバンクと

なっている地方銀行の関係者を候補者にする
ことは、躊躇われるようになるかもしれない。
大株主、メインバンクの関係者は独立性に疑
問符が付けられる典型的な例だからだ。

人望があり、手腕に優れた独立社外取締役
候補がいれば、その地方の複数の企業から就
任要請を受けることになるだろうが、その際
には、取引の相手方企業が同一の社外取締役
を共有する状況にもなりかねない。これは、
独立性が疑われる事態になるのではないだろ
うか。また、社外役員を多数の企業で兼任す
ることは、コード原案の補充原則4-11②が
「社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・
監査役は、その役割・責務を適切に果たすた
めに必要となる時間・労力を取締役・監査役
の業務に振り向けるべきである。こうした観
点から、例えば、取締役・監査役が他の上場
会社の役員を兼任する場合には、その数は合
理的な範囲にとどめるべき」と記している通
り、決して好ましい状況ではない。いかに有
能な人間であっても能力的な限界はあるはず
だ。社外取締役を複数選任すべきとすること
への反対論の根拠として、人間的な制約があ
るとの指摘があるが、地方経済の場合にこの
点が特に深刻な問題になる恐れがある。

こうした状況に対処するために考えられる
対策としては、まず、監査等委員会設置会社
への移行があるだろう。監査等委員会設置会
社では、監査役、監査役会が設置されず、そ
の代わり、3名以上（過半数は社外取締役）
の「監査等委員である取締役」によって構成
される監査等委員会が設置される。監査役会
設置会社のままであれば、会社法上社外監査
役2名以上が必須であり、コーポレートガバ
ナンス・コードによって独立社外取締役2名
以上が求められ、合計4名の社外者が必要に

なる。これに比べれば、監査等委員会設置会
社の場合には、2名の社外者で足りる。現在
の社外監査役を独立社外取締役とすることが
できれば、追加選任なしにコーポレートガバ
ナンス・コードへの対応が可能になる。

また、独立性判断基準を弾力的なものにす
るという対応も考えられる。社外取締役の独
立性を判断するのに、数値基準などで機械的
に評価することが好ましいとは限らない。
様々な事情を総合的に勘案して、独立社外取
締役として適任であると判断できればいいの
であるから、東証の基準を踏まえながら考慮
の余地を多く残す独立性判断基準をつくら
ということを考えてもいいのではないだろうか。

政策保有株式に関する情報開示の拡充

原則1-4「いわゆる政策保有株式」の項
は細かく言えば、次の4つの行動を上場企業
に求めている。

- ①政策保有に関する方針を開示する
- ②毎年、取締役会で主要な政策保有について
経済合理性や将来の見通しを検証する
- ③検証結果を反映した保有のねらい・合理性
について具体的な説明を（対外的に）行う
- ④政策保有株式に係る議決権の行使について、
適切な対応を確保するための基準を策定・
開示する

上場企業の政策保有株式に関しては、すで
に「企業内容等の開示に関する内閣府令」に
よって銘柄、株式数、保有目的、貸借対照表
計上額が開示されている。個々の銘柄に関す
る保有目的としては、「長期的な取引関係の
維持・強化」などと一行で説明されることが
通常である。しかし、一部の機関投資家にと
っては納得のいかない説明だったようであり、

図表 保有株式に関する議決権行使方針の事例

東京海上日動	三井住友海上
<ul style="list-style-type: none"> ●当社は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことが、保険契約者・被保険者等の中長期的な利益に繋がると考えており、議決権行使に際しては、これらの対話の内容等を踏まえた総合的な判断を行います。(以下略) ●当社は、企業価値を大きく毀損させる可能性がある判断した議案については、これらを精査した上で賛否を決定いたします。当社が着目する主な精査項目には以下のものが含まれます。(以下略) 	<p>1. (略)</p> <p>(1)議決権行使の基本的な考え方 当社は、議決権の行使は投資先企業の経営に影響を与え、企業価値の向上につながる重要な手段と考えており、定型的・短期的な基準で画一的に賛否を判断するのではなく、中長期的な企業価値向上、株主還元向上につながるかどうか等の視点に立って判断を行います。(以下略)</p> <p>2. 当社は、議決権行使にあたっては、上記のとおり、定型的・短期的な基準で画一的に賛否を判断するのではなく、中長期的な視点での投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促す観点からの建設的な対話を行い、認識の共有や問題の改善に繋げていくことが重要であると考えております。(以下略)</p>

(出所) 東京海上日動火災保険株式会社および三井住友海上火災保険株式会社のウェブサイトをもとに大和総研作成

コーポレートガバナンス・コードでは、株式の政策保有に関する全体的な方針の開示が求められることとなった。他社株式を政策保有する企業の株主にとっては、なぜ他社株式を資産として保有するのか、今後値上がりの見通しがあるのか、ないのであれば他社株式の価値を引き上げるような働きかけ（エンゲージメントという）をしているのかを、聞きたくなくなる気持ちはわからないではない。コーポレートガバナンス・コードは、そのような関心に応えようとしている。そこで、政策保有の方針に加えて、エンゲージメントが分かりやすい形で行われる場面である投資先企業の株主総会において、政策保有を行う企業がどのように議決権行使に取り組むかの方針まで開示を求めるようになったのであろう。

政策保有株式に関するなんらかの方針を開示している事例としては、損害保険会社のスチュワードシップ・コード対応が参考になるかもしれない。スチュワードシップ・コードでは、機関投資家に対して、投資先企業の株主総会議案への議決権行使方針と行使結果の

集計開示を求めている。損保以外の機関投資家の保有株式は、純投資とされることが多く、議決権行使も相当具体的なものが策定されているようだ。一方、損保の場合には保有株式の多くは政策保有とされており、議決権行使方針も他の機関投資家とはかなり異なるものが開示されている。もちろん、様々な情報を踏まえ適切な行使を行っているのであり、緩い基準が使われているということではないだろう。

図表に掲げたのは、東京海上日動と三井住友海上の保有株式に関する議決権行使方針の抜粋である。地方銀行をはじめとして政策保有株式を持つ企業にとっては、こうした取り組みを参考にしつつ、自社の事情を反映した方針を策定することが期待される。

株主との対話の方針

株主と企業との対話を促進することは、コーポレートガバナンス・コードの大きな目的の一つだ。原則5-1では、「取締役会は、株

主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべき」ことが求められている。この株主との対話に関する方針には、対話を統括する担当役員（経営陣幹部）の指定、社内関係部署の有機的連携のための方策、対話の手段の充実に関する取組、フィードバックのための方策、インサイダー情報の管理のための方策、などを記すこととされている（補充原則5-1②）。

上場企業である以上は、株主との対話に取り組んできたはずであるが、この項目ではその取り組みを文章化する作業が必要になる。様々な問い合わせが株主から寄せられる場合を想定し、社内の適切な部署に回付し十分な対応を行うことを記すことになる。また、対話の内容を取締役や経営陣の間で共有する仕組みも必要とされる。

投資先企業との対話を求める株主にとっては、この対話の方針が入り口となる。たらい回しになることが無いよう、関係部署の緊密な連携が求められる。

資本政策に関する説明の充実

コード原案では、資本政策について原則1-3、1-6、5-2と随所で言及があり、コーポレートガバナンス・コードが資本の拠出者である株主を名宛人とした情報提供を主目的としていることがよくわかる。上場企業には資本政策について、充実した説明をすることが期待されている。この説明は、ガバナンス報告書上ではなく、経営計画の中ですることになるようだ。

原則5-2では、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、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、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。」とされている。既に中期経営計画などで、収益力や資本効率に関する考え方を示す企業は、少なくない。その場合には、ROEを指標として10%程度を目標とすることもあるが、これはこのような高い数値を目標とするに十分なほど収益力に優れた企業の対応であることも確かだ。中期経営計画を立てながらも、数値的な目標を示さない場合の方が現状では多いかもしれない。資本効率等の指標としてROEを用いることが推奨されているわけではないが、実際上は他の指標を用いることはあまり多くないようだ。経営の目標とする指標の一つとしてROEは広く認識されるようになっており、コーポレートガバナンス・コード対応によって、この指標の利用は一層広がろう。

コード原案で求められている「収益力・資本効率等に関する目標」の提示を数値によって行うことが困難な企業にとっては、対応がなかなか難しいところだ。補充原則4-1②に言うように「仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである」ことは当然であるが、野心的な目標は立てにくくなる。実現困難な高い目標を掲げることはできないし、低い目標を示すことも支持を得にくい。そこで、数値ではなく定性的な説明によって資本効率等に関する目標を示すことも検討できるかもしれない。その際には経営実態、産業動向、

経済環境などを幅広く勘案したうえで、数値的な目標に遜色ない程度に具体性のある説明をするべきである。

提示した目標を如何にして実現するかの道筋をわかりやすい形で説明することも求められる。仮に目標とする指標としてROEを用いるのであれば、R（利益）をどのように引き上げていくか、技術開発、コスト削減、M & A、新市場開拓などについて説得力あるストーリーを示すとともに、E（株主資本）の部分では、配当の増額や自社株消却などに絡めた方策が検討されるだろう。

Comply or Explain

コーポレートガバナンス・コードは、Comply or Explain 型の規制だ。これは、規制に示された事項を Comply（遵守）するか、遵守しないのであればその理由を Explain（説明）するというものだ。Comply or Explain 型の規制では、その内容で遵守できるものは遵守し、できないものはその理由を説明するということになる。本稿で記したように社外取締役の独立性判断基準、政策保有株

式に関する様々な方針、株主との対話の方針、資本効率等に関する目標を提示した資本政策など、様々な方針の策定・開示が求められているが、理由があるなら策定しないという選択もできる。また、策定はするが開示はしないということも説明がつくなら可能だろう。説得力のある非公表の理由を考えるのは難しいが Comply or Explain である以上、そのような対応も許容されよう。

上場各社が、経営状況や株主構成、対話の進展などを見極め、自社にふさわしい対応を進めていくべきである。他社の事例も当然参考になるが、経営陣と株主、ステークホルダーの間での自治的な取り組みが期待されるところであろう。

鈴木 裕（すずき ゆたか）

1986年 大和証券入社大和証券経済研究所（現大和総研）
配属
1987年 税制・年金制度の調査担当
1994年 年金事業部で年金基金による資産運用の実態調査と評価に関する調査研究を行なう。
2006年 経営戦略研究部で機関投資家行動および政府系ファンド等の調査研究を行う
2011年 資本市場調査部（現金融調査部）で企業ガバナンスと投資家行動の調査研究担当