

企業ガバナンス改革の 実は結ぶか

～投資家と企業の共栄を目指して～

金融調査部 鈴木 裕

要 約

企業の「稼ぐ力」を引き上げることを目指すコーポレートガバナンス・コードの適用が始まって1年が経過した。73項目からなるコードには、遵守が容易なものもあれば、相当困難なものもある。取締役会実効性評価、株主総会事務の電子化、総会招集通知の英訳、そして社外取締役の複数選任などで、上場企業は苦心している。

本稿では、こうしたコード対応の状況を概観するとともに、コード内容自体の問題点を適示したい。また、既にコード改訂の論点になりそうな事項がいくつか示されており、今後は一層、企業側の工夫ある対応が求められるそうだ。新たに策定された「日本再興戦略 2016」でも、企業の情報開示の実効性・効率性の向上や、株主総会プロセスの電子化などのコーポレートガバナンスに関わる制度改正の道筋が示されている。

しかし、コードの内容と、企業と機関投資家の関心には齟齬があるかもしれず、コード改訂の際には慎重な検討が求められよう。

目 次

- 1章 はじめに
- 2章 CGコード対応の難しさ
- 3章 取締役会実効性評価は実効あるか
- 4章 海外投資家の利便性向上への取り組み
- 5章 社外取締役の増員への取り組み
- 6章 企業と機関投資家の対話の進展
- 7章 CGコード強化の方向

1章 はじめに

安倍政権が企業のガバナンス改革に並々ならぬ関心を示し、一応の成果を見せつつあることは多くの人が認めるだろう。

2014年2月に機関投資家と投資先企業の対話を促すことを目的として、日本版スチュワードシップ・コード（SSコード）が策定され、2015年3月には、企業の組織や行動に関する準則としてコーポレートガバナンス・コード（CGコード）が設けられた。2つのコードが作られたことで、企業と機関投資家の対話を活性化しようとする動きが力強さを増しているように見える。対話の活性化によって目指されているのは、企業価値の中長期的な増大だ。成長戦略として、あらゆる政策手段を動員して景気の浮揚を図ることが目指されており、雇用と付加価値を作り出す担い手である企業も、例外ではない。

2016年6月の「日本再興戦略2016 ー第4次産業革命に向けてー」でも、コーポレートガバナンスに関して力のこもった記述をしている。「コーポレートガバナンス改革は、成長戦略の最重要課題である。その位置付けに変わりはない。」「『企業と投資家の建設的な対話』、その実効性を上げていくことが求められている。魔法の杖があるわけではない。関係者が、その重要性を認識し、様々な取組を積み重ねていくことが必要である。」「機関投資家サイドから、上場企業に対する働きかけの実効性を高めていくことが有効である。このため、投資家には、企業側に『気づき』を与える対話を促していく。」とのことだ。コーポレートガバナンスや企業と機関投資家の関係が、これほど政策面での話題に上ったこともないだろう。

機関投資家や企業は、SSコードやCGコード

への対応をようやく済ませたばかりであるが、一層の奮起を期待されるところだ。機関投資家への期待感が大きすぎるようにも思えるが、企業の成長次第で機関投資家の利益状況が変わるのは事実だ。アベノミクスの期待に応えることは、機関投資家自身の成功への近道であると言えるのかもしれない。本稿では、CGコードに企業がどう応えようとしているか、特に対応が進んでいない事項を中心にレビューするとともに、機関投資家と企業の対話の実態を探ってみたい。

2章 CGコード対応の難しさ

CGコードは、5つの基本原則、30の原則、38の補充原則からなっている。1部・2部上場企業であれば、そのうち一つでも遵守していない場合には、項番を記すなどにより特定して、なぜ遵守しないかその理由を開示しなければならない。新興市場上場企業には、基本原則のみが適用される。開示は、証券取引所に届け出る「コーポレートガバナンス報告書」で行う。

CGコードの規定には、上場企業であれば、あるいは株式会社であれば、対応しているものも多い。例えば基本原則では、取締役会がリーダーシップを発揮せよとか、情報開示の有用性を高めるなど、遵守していないことを想定できないものばかりだ。原則のところでも、株主の権利を確保するための適切な対応や、適切な監査の確保のための対応といった、これもまた当然とも思える規定が並んでいる。

一方で、遵守が困難なものもあるし、特定の企業の状況を考えると、遵守することが真に必要なのか、疑問に思えるものもある。CGコードは、遵守できていないのであれば、その理由を投

資家などの投資判断の材料として開示すべきとしている。

上場企業が遵守できないとして、理由を説明したものは、いくつかの特定の項番に集中している。2016年3月末時点¹で、CGコードに関して上場企業が最も対応に苦慮したと思われるのは、取締役会の実効性評価とその開示である。次いで株主総会議案に関する議決権行使の電子行使システムへの参加や株主総会招集通知の英訳を求めた項目だった。独立性のある社外取締役を複数選任すべきという規定も4割以上の企業が達成できていなかった（この4割以上というのは、2016年3月末時点での調査である。第5章で言及する東京証券取引所による東証上場会社における独立社外

取締役の選任状況調査は、6月の定時株主総会終了後の状況を示すものなので数値は異なる）。

資本政策に関する説明や政策保有株の合理性検証・説明は、かなり抽象的な内容ながら、どちらも9割を大きく超える実施率だった。企業側の真摯な対応がうかがえる。

CGコードという問題集は、誰でも解ける多くの易問と、相当な苦勞をしなければ要求された模範解答にたどり着けない幾つかの難問からできている。企業側には、積極的に取り組もうとするとところがあれば、要求には応えながらもできるだけ負担を小さくしながら何とか切り抜けようとするところもある。

図表1 上場企業がエクスプレインを選択したCGコードの原則

原則	概要	エクスプレイン
補充原則4-11③	取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示	1,294社 (64.1%)
補充原則1-2④	議決権の電子行使のための環境整備（例：議決権電子行使プラットフォームの利用等）、招集通知の英訳	1,152社 (57.1%)
原則4-8	独立社外取締役の2名以上の選任	829社 (41.1%)
補充原則4-2①	中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定	623社 (30.9%)
補充原則4-10①	指名・報酬等の検討における独立社外取締役の関与・助言（例：独立社外取締役を主な構成員とする任意の諮問委員会設置）	595社 (29.5%)
原則3-1	以下の情報開示の充実 (i) 会社の目指すところ（経営理念等）や経営戦略、経営計画 (ii) コードの諸原則を踏まえた、ガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針 (iii) 経営陣幹部・取締役の報酬決定の方針と手続 (iv) 経営陣幹部・取締役・監査役候補の指名の方針と手続 (v) 個々の経営陣幹部・取締役・監査役の選任・指名についての説明	570社 (28.2%)
補充原則3-1②	海外投資家等の比率等を踏まえた英語での情報の開示・提供の推進	531社 (26.3%)

（出所）株式会社東京証券取引所「企業と機関投資家間の建設的な対話関連資料」（2016年4月26日）をもとに大和総研作成

1) 株式会社東京証券取引所「企業と機関投資家間の建設的な対話関連資料」（2016年4月26日）
<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20160426/02.pdf>

3章 取締役会実効性評価は実効あるか

1. 取締役会実効性評価とは？

CGコードは、上場企業に様々な取り組みを求めているが、企業の実施率が最も低かったのは、取締役会の実効性評価とその開示だ。東証の調べによると、昨年度までに実施していたのは35.88%にとどまる。

取締役会の役割・責務は、取締役会が戦略的な方向性を示し、適度なりスクテイクの判断を下しつつ、経営陣を監督することにあるとCGコードは記している。取締役会の実効性評価とは、こうした役割・責務を果たしているか、自己評価を踏まえつつ分析する作業だと言えよう。評価結果の概要をコーポレートガバナンス報告書で開示するか、あるいは評価・開示を行わない場合には、その理由を記載しなければならない。

CGコードの内容が固まったのは、2015年3月なので、初年度は対応ができていなくとも仕方あるまい。だが、導入の2年目は、取締役会評価をどのように行い開示するか、または行わない理由をどう説明するかが最大の課題だ。

取締役会の実効性評価・開示は、CGコードの中でも毎年行うように求められている数少ない取り組みの一つだ。一度書き物を作れば済むというものではない。それだけに、コンサルティング業者が多く参入を目指しているところでもある。

取締役会評価を行う狙いは、自社の問題点を的確に把握するだけでなく、開示することによって株主等との対話の材料となり、結果的にステークホルダーからの支持を強化できると期待されるところにある。

行うべきとされているのは、取締役会の実効性

に関する「分析・評価」と「結果の概要開示」で、方法や内容は各企業に委ねられている。これまでの事例を見ると、自己評価として各取締役への質問票による調査や聞き取り調査が行われる。取締役会の場で会議体自体の実効性に関する議論を行うこともある。加えて、監査役等、取締役会の周辺から情報を収集する。調査内容は取締役会の運営の回数・時間・資料・人員構成などの形式面と、会議の雰囲気・進行・成果といった実態面を見る。これを点数化することもよく行われるようだ。

開示内容としては、手法と評価結果を記すことが多い。例えば、「各取締役へのアンケート調査等を行った」「その結果当社の取締役会が実効的に機能していることが確認できた」と開示される。分量は2、3行のこともあれば、数ページ、場合によっては数十ページに及ぶ例もある。

評価の結果、浮かび上がってきた問題点やそれへの対処策を記すこともある。会議資料の事前配布の徹底や、会議における時間配分の適正化など比較的軽微な課題を挙げたのちに、今後の改善を目指すなどの説明が付け加えられる。

取締役会評価とその結果の概要開示が果たして機関投資家などに利用されているか、今後の検証が必要であろうが、上場企業にとっては成果を待つのではなく、まずは実効性評価に向けた取り組み自体が求められよう。

2. 諸外国における取締役会実効性評価

取締役会の実効性評価は、諸外国でも広く行われており、わが国はむしろ後発組であると言える。多くの場合、何らかの企業スキャンダルが明るみに出て、その結果、株価の下落が発生するとともに、証券市場の機能不全が指摘される。その対応策の一つとして、上場企業に対して、リスク管理

の徹底や情報開示の充実など様々な取り組みが求められるようになるが、求められる対応の一つにこの取締役会実効性評価の実施が加えられることがよくあるようだ。

各国の取締役会実効性評価に関する規定の内容には、様々な差異が見られることも事実であり、評価の頻度や要求される開示内容も一様ではない。また、実効性評価の根拠規定も法律上の規定の場合もあれば、取引所のルールで定められることもある。あるいは企業等経済団体の自主的な規制というケースもある。米国では、ニューヨーク証券取引所（NY証取）が取締役会評価に関する規定を上場規則に設けているが、NASDAQでは、この種の規定を置かず、企業の自主性に委ねている。

実効性評価の頻度については、年一回以上と定める例が多い。NY証取では、上場企業に対して年一回以上、取締役会や各委員会の実効性評価を行うべきと定めている。しかし、頻度を特に定めない国もあり、ドイツやカナダは、定期的というだけで、頻度を具体的に定めているわけではない。ルクセンブルクやベルギーなど2～3年に一度という国もある。

実効性評価に関してどのような内容の開示を求

めるかどうかについても、差異は見られる。NY証取では、実効性評価に関する記述を含むコーポレートガバナンス・ガイドラインをウェブサイトや株主総会招集通知、年次報告書で開示すべきとしている。しかし、開示内容として、評価結果までは要求していないので、単に実効性評価を定期的に行っている旨の開示でも足りる。カナダやインドでも評価を実施することで得られた結論を開示せよとはなっていない。

欧州の国々では、評価結果の開示まで行うことが多いようだが、規定上は必ずしも結果の開示までは求めていない事例がある。英国では、評価をどのように行ったか年次報告書で開示することを求めている。しかし、実務的には評価結果まで開示するようだ。フランスでは、取締役会評価の実施方法と結果を受けた改善策の検討を年次報告書での開示内容としている。とはいえ、結果を開示することが妨げられるわけではない。

わが国は「毎年」行うべきとされている点で頻度は高く、「評価結果の概要」の開示を求める点で特異だ。

取締役会の実効性評価に関する頻度や開示については、多様な取り組みがあるということである。

図表2 取締役会実効性評価に関する制度比較

	頻度に関する言及	開示に関する言及
英国	毎年（3年に1回外部業者を交える）	評価プロセス
ドイツ	定期的に	—
フランス	毎年（3年に1回外部業者を交える）	評価プロセスと評価結果を受けた対応策
米国（NY証取）	毎年	評価の実施方針
カナダ	定期的に	評価プロセス
日本	毎年	評価結果の概要

（出所）大和総研作成

4章 海外投資家の利便性向上への取り組み

コーポレートガバナンス・コード策定の目的の一つは、外国人投資家に日本市場への理解を深めてもらうことだ。日本の市場は、海外市場と比べて分かりにくいとか、ガバナンスが不透明などという理由で日本企業への投資をためらう投資家がいるとすれば、誤解を解くツールとなる。策定後に間を置かずに英訳版が公表されたのも、外国人投資家を意識してのことだ。

外国人投資家への配慮は、上場企業にも求められる。「議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである」とされている。遠隔地の外国人投資家であっても、議決権の電子行使ができれば、郵送等の時間ロスがなく、議案を精査できるし、英訳があればなおさら便利そうだ。

しかし、この項目をコンプライ（遵守）できたのは、1部・2部上場企業の42.91%にとどまる（東証調べ、2016年3月末）。もともと「自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ」各社で対応の要否を考えるべきであるとされており、遵守した企業が比較的少ないことは、想定の上であろう。

東証上場株式の3割以上は、外国人が保有している。外国人が議決権行使をしないと、総会の定足数を満たすことが難しくなることもあり、英語での情報発信は効果的かもしれない。しかし、1部・2部上場企業でも半数以上が外国人保有比率が10%未満の企業である。こうした企業は、今のところ英訳等は不要と考え、保有比率が例えば20%に達したところで取り組みを検討するとの

エクスプレインをすることが多い。もっとも、コードは「英訳を進めるべき」としているのであって英訳すべきとまでは求めていない。したがって英訳をしていないからといって、コンプライしていないわけではないと考える余地もあろう。

個々の企業で招集通知の英訳をすべきか、必要性が疑わしくなる理由は他にもある。外国人投資家向けに日本企業の株主総会議案に関して賛否推奨を行う議決権行使助言業者は、複数存在している。助言業者は、議案を英訳し賛否推奨を付けた上で、機関投資家に販売している。機関投資家が議決権行使をしようとするなら、議案だけを英訳したものより、賛否の推奨が付いたものを利用するはずだ。企業による英訳情報があったとしても、放置されかねない。

また、大手の海外機関投資家には、日本人または日本語に堪能な外国人もいる。日本株のポートフォリオが大きな機関投資家であれば、このような人材を議決権行使部門に配置することもあるようだ。

助言業者を利用しない機関投資家や個人投資家は、各企業が英訳を作れば利用するかもしれないが、こうした投資家の保有株の総量はどれほどか。コストをかけて取り組むだけの効果を見込めるか疑問である。

リーマン・ショック等はあったものの、外国人保有比率は、バブル期からほぼ一貫して上昇している。株主総会に関する英訳情報はあった方が便利だが、ないからといって、日本株投資をためらうプロの投資家はいるのだろうか。

5章 社外取締役の増員への取り組み

1. 社外取締役増員要求への対策としての会社形態の変更

C Gコードで、取締役会の実効性評価開示や、英文での情報開示の取り組みといった書き物を作るための負担感が増えたこと以外に、企業ガバナンスに関する実質的な変化を挙げるとすれば、監査等委員会設置会社へ移行した上場企業が2015年で200社を超え、2016年には累計670社に達し、まだまだ増えそうなことだろう。この監査等委員会設置会社への移行は、社外取締役を増員せよという要求に対する企業側の答えだ。

わが国の上場企業が採用できる会社形態は、監査役設置会社、指名委員会等設置会社、そして監査等委員会設置会社の三種だ。指名委員会等設置会社制度は、欧米的なガバナンス体制を可能にするものとして導入されたが、東芝やソニーといった大企業を含め70社程度にとどまっている。それに対して監査等委員会設置会社は、中小規模企業での移行が多い。中小規模企業でのガバナンス向上への取り組みが進んだというよりは、政府主導の性急なガバナンス改革への対応に苦慮した企業が、より制約の少ない会社形態だと考えて、こちらに移行しているように思える。

監査等委員会設置会社への移行の最大のメリットは社外役員（取締役+監査役）を少なくともとどめておけることだ。従来型の監査役設置会社の場合には、最少2名の社外監査役に加えて、C Gコードによって2名以上の独立社外取締役の選任を期待される。これに対して監査等委員会設置会社では、監査等委員である最少2名の社外取締役の選任で足りる。つまり、移行しておけば社外役員を

半分で済ませることができるのである。企業の状況に精通していない社外者を多人数、経営に関わらせたくない場合、監査等委員会設置会社を選択することは合理的だ。移行事例の多くは、社外監査役をそのまま監査等委員である社外取締役に横滑りさせている。

ところで、監査等委員会設置会社は、ガバナンスの弱体化を招くという批判もある。従来は社外役員を増やすべきとされてきたが、監査等委員会設置会社であれば、少なくとも済むことは既に記した通りだ。また、ガバナンスの効果を上げるには権限の分散化と相互牽制が強調されてきたが、監査等委員会設置会社では、定款規定を置くことで多くの権限を特定の取締役に委譲できる。これも捉えようによってはガバナンスの後退である。さらに、監査役であれば独任機関であるから単独で調査できるが、監査等委員会では、会議体として調査を行うことになるため、かえって監査機能を弱めかねない。監査役設置会社では常勤の監査役を必置としているが、監査等委員会設置会社では常勤の監査等委員を置く必要はない。しかし、議決権行使助言業者もほとんどの機関投資家も、監査等委員会設置会社への移行には反対しない。監査機能を有する者が取締役会での決議に関わることによって、経営チェックを強化できるからという理由のようだ。とはいえ、一部の海外ファンドが監査等委員会設置会社への移行をガバナンスの弱体化だとして反対しており、見方は分かれている。

2. 社外取締役にインセンティブは必要か？

これまで社外取締役を選任していなかった中小規模上場企業が監査等委員会設置会社に移行したことや、社外取締役を選任していない場合に

は「社外取締役を置くことが相当でない理由」の開示を求める改正会社法が施行されたこともあり、2015年には上場企業（新興市場を含む）の87.3%が社外取締役を選任するようになった。前年比で22.9%ポイントの大幅増であった。2016年には95.1%で前年比7.8%ポイント増だ。CGコードで2名以上の独立社外取締役の選任が求められる1部・2部上場企業について見ると、2015年で45.3%が2名以上の独立社外取締役を選任していたが、これがCGコードの適用から1年がたった2016年には72.6%にまで増えている²。

社外取締役が大幅に増えたことによって、古くて新しい難問が浮かび上がっている³。社外取締役への報酬は、どのように算定するべきかという問題だ。監査等委員会設置会社で、以前の社外監査役が横滑りで社外取締役となった場合、企業側が社外取締役に期待する役割は、社外監査役とさほど違わないと思われるが、法律上の責任は異なるし、CGコードによって一般株主の視点からの経営監視機能を果たすことが求められる。では、どのような考え方をベースに社外取締役の報酬は決められるべきなのだろうか。この点、CGコードは経営者報酬について、「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。」と、ある程度参考になる考え方を示し、さらに社外取締役は経営者報

酬の検討・決定に関わるべきとされているが、社外取締役の報酬をどう決めるかは、まったく論じていない。

実務を見ると社外取締役の報酬は、年200万円以下から2,000万円程度まで幅があるが、固定給が大部分であるようだ。業績連動型・株価連動型報酬はあまり付与されていない。社外取締役に例えばストック・オプションを付与することには、議決権行使助言業者や機関投資家の反対が強いこともあって、このようになっているのかもしれない。これは従来、社外取締役の機能は、経営監視であって業績への責任は持たないと唱えられてきたからだ。社外取締役は経営者が独断専行したときのブレーキとなることが期待されていたのである。

しかし、企業ガバナンスを「稼ぐ力」の刺激策と位置付けるアベノミクスにあっては、このような考え方は取れないはずだ。社外取締役といえども、企業価値の増大へ貢献することが求められて当然だ。社外取締役が経営者の指名や報酬に関わるべきというのも、企業価値の増大や株価上昇を期待してのはずであるから、社外取締役自身の報酬も、そうした目的にフィットした設計の仕方があってしかるべきではないだろうか。

3. 一層の増員が求められる可能性

経団連は、「監督を行うにあたっては、専門的な経営判断の妥当性をも見極める必要があるが、社外取締役であれば常にそうした能力を備えているとは限らない」⁴などの理由を挙げて、社外取

2) 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況<速報>」（2016年6月17日）、同「東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>」（2015年7月29日）

3) 新井富雄「コーポレートガバナンス論議にインセンティブの観点を」『証券アナリストジャーナル』（2015年10月号）

「独立社外取締役へのエクイティ報酬導入における課題」『旬刊商事法務』No.2074

4) 一般社団法人日本経済団体連合会「『会社法制の見直しに関する中間試案』に対する意見」2012年1月24日 <https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2012/007.html>

締役の選任義務化に反対してきたが、いったん自発的に社外取締役を選任すると、経営者自身が公の場で社外取締役の有効性に関して懐疑論を述べるのは難しくなる。自社の社外取締役への非礼となるからだ。選任がこれだけ進んでいるのだから、今まで以上の頻度で、社外取締役が大所高所から有益な意見を述べているとの報告を聞くようになるだろう。それをもって社外取締役を一層多く選任すべきとする方向付けがなされる可能性がある。金融庁と東証が事務局となりSSコードとCGコードの現状を検証する「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」(FU会議)を運営しているが、その意見書に「取締役会の役割・責務の発揮に積極的に貢献できる資質を持った独立社外取締役が、より多く選任されるよう、一層の取組みが期待される。」⁵⁾と記されている通りだ。

ところで、社外取締役の多数選任やその独立性に機関投資家が大きな関心を示していると考えられる人もいるかもしれないが、これは誤解だと思う。次章で示す通り、機関投資家と企業の対話において、社外取締役の役割等を重視していると回答した投資顧問業者はさほど多くない。株主総会議案として量的に最も多い類型は役員選任議案であり、これに対して真摯に精査しているという外観を作らなければ機関投資家の評判が落ちてしまう。そこで機関投資家は、議決権行使ガイドラインを作り候補者の適格性を吟味しているように見せなければならぬ。自らのガイドラインに照らして独立性に疑いのある候補者には反対票を出すが、否決まで望んでいるとは思えない。否決事

例は創業者と現経営陣の対立している局面などで起こるが、機関投資家の議決権行使によって役員選任議案が否決されることはこれまでほとんどなかった。しかし今後、SSコードへの対応を外部に分かりやすく示すために、今まで以上に厳しい基準で多くの反対票を機関投資家が投じるようになるかもしれない。議決権行使において反対投票の数を競うようになれば、結果的に、多くの株主が望んでいるわけではない否決事例が表れても不思議ではない。

6章 企業と機関投資家の対話の進展

1. 求められる対話

CGコードでは、5つの基本原則の一つに「株主との対話」を当て「上場会社は、(中略)株主との間で建設的な対話を行うべきである」としている。SSコードも「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。投資家と企業の双方に政府主導で対話を促そうというのだからおせっかいな感じがしないでもないが、これにより企業価値が高まるといふのなら、成長戦略の一手段になり得ると期待できよう。

取締役・監査役は株主総会の決議によって選任されるし、M&Aなど重要な組織再編も総会議案が求められる。これらの議案を可決するためには、株主から十分な賛成を得られるように、説明を尽くすのは当然だ。つまり、株主との対話は、目新

5) 「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」(「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(2)) (平成28年2月18日)
http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_2.pdf

しいものではなく、株式会社である以上は、行ってきたはずだ。

にもかかわらず2つのコードがことさら対話の必要性を強調しているのは、これまで企業が対話の相手方としていたのが、銀行や親会社、親密取引先といった、いわゆる政策保有の株主だったのを改めるべきというメッセージなのだろう。これらの株主は、株主としての利益だけでなく、様々な取引上の利益を併存して有しているため、他の一般株主の犠牲の上に自己の取引上の利益を追求する動機を持ち得る。そこで、株主としての利害関係以外の関係がない投資家であれば、一般株主の利益を実現することに貢献できるという発想である。

機関投資家は年金基金や個人投資家などから資産運用を受託しており、これら顧客の利益を実現する受託者責任を負う。投資先企業の経営に不都合があれば受託資産の運用に障害となる。経営へ目を光らせるのは、機関投資家の責務だ。

2. 対話に臨める機関投資家は？

とはいえ、コスト以上のベネフィットが期待できなければ、対話は行われぬ。コストは株式保有量の多寡にかかわらず一定であろうが、ベネフィットは株価上昇として表れるので、投資先一社当たりの株式保有量がある程度大きくなければコストを上回るベネフィットが残ることを期待できない。つまり、SSコードやCGコードが期待している対話に取り組む動機があるのは、少数の企業に集中的に投資を行っている投資家か、あるいはインデックス運用を行う投資家のうち資金規模が非常に大きなところに限られよう。

CGコードは、「コーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナン

スの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、(中略)会社にとって重要なパートナーとなり得る」としており、保有期間がある程度長い投資家を対話の相手方として想定する。しかし、前記の通り政策保有株主は、どんなに長く株主であっても、対話の相手としては不適だ。企業が対話の相手を選択する際には、長期保有ではあるが政策保有ではない投資家のうち、ある程度の保有量を有する先に絞り込むことになる。

CGコードとSSコードの2つのコードができてから、大企業では機関投資家との対話の件数が増加しているようである。対話の場に現れるメンバーも、アナリストやファンドマネジャーだけでなく、機関投資家側のガバナンス担当者がかかることも見られるようだ。一方で、中堅規模以下の企業からは、大きな変化は感じ取れないとも聞かされる。非常に多くの企業に投資をしている機関投資家が、投資先の全てと対話をするのは無理なので、運用ポートフォリオの中である程度大きな投資先に絞り込むのは当然であろうと思える。

3. 株主還元が対話の重点テーマ

では、対話内容はどうかであろうか。日本投資顧問協会では、会員業者のSSコードの対応状況を調査しているが、調査事項の中に投資先企業との対話で重視するテーマや頻出のテーマは何かという設問がある(「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第2回)の結果について(平成27年10月実施分)」。この調査では、「企業戦略(除く株主還元策)」「ガバナンス体制」「企業業績及び長期見通し」といった包括的な内容を持つ選択肢に回答が集中してしまうようだが、よく見ると興味深いことも分かっ

図表3 日本株の投資残高を持つ投資顧問業者の行う企業との対話の状況

	議題として最も重視すべき事項（3つ選択）		多く議論した事項（複数回答可）	
	社数	%	社数	%
ガバナンス体制（取締役会構成や資本構造を含む）	40	55	43	59
取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	9	12	18	25
取締役会の資質	3	4	13	18
取締役報酬	2	3	6	8
社外取締役の有無及び役割	6	8	22	30
監査役・監査役会の有無及び役割	1	1	7	10
企業戦略（除く株主還元策）	63	86	65	89
企業業績及び長期見通し	34	47	51	70
企業活動全般	13	18	27	37
社会・環境問題	2	3	11	15
リスク要因（社会・環境問題に関連するリスクを除く）	13	18	27	37
経営者の後継問題	1	1	14	19
企業買収（M&A）	0	0	14	19
監査の状況	0	0	4	5
株主還元策	26	36	39	53
その他	6	8	9	12

（出所）一般社団法人日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第2回）の結果について（平成27年10月実施分）」をもとに大和総研作成

てくる。

CGコードでは、独立社外取締役の複数選任を求めて、また、経営者報酬について随所で言及しているが、機関投資家側の関心は低いようだ。「社外取締役の有無及び役割」を重視していると答えたのは10%であるし、「取締役報酬」は3%にすぎなかった。CGコードでわざわざ言及している「社会・環境問題」を重視しているとの回答は、わずか2%だ。CGコードが毎年の検証と説明を求めている政策保有株式については、回答の選択肢に入っていないようである。

これに対して、CGコードで明確な言及がない「株主還元策」を重視するという回答は30%であり、日本株運用を行う業者に限れば36%だ。包

括的な回答選択肢を除けば、最も重視されている。

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がJPX日経インデックス400を構成する企業向けに行った調査によれば、機関投資家とのミーティングの内容として参考になったのは、資本政策・資本効率をテーマとしたものとの答えが3分の2を占めている（「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」2016年4月7日）。ROEの向上策や増配といった以前から重視されてきたテーマが中心的に扱われ続けている。資本政策などの財務的な題材であれば対話が実りあるものとなっていると企業側も感じているということだろう。

このように、CGコードが取り上げているテー

マと機関投資家が重視するテーマとはかなり違っている。企業側が対話する際には、機関投資家の真の関心がどこにあるかを探る必要があるだろう。

4. 対話に関して予想される変化

企業と機関投資家の対話に関する今後の動向として2つの変化が生じると考えられる。一つは、機関投資家側からの対話要求が一層強まるということだ。もう一つは、企業側で個人株主などへの配慮から、対話に消極的な姿勢が生じるということだ。

機関投資家側からの対話要求が強まると予想されるのは、既に記した通り、GPIFが機関投資家と企業の対話状況に関して、企業側から情報を得ようとしているからだ。通常、年金基金などの資産保有者は運用を委託する機関投資家に、投資先企業との対話を委ね、そこから対話の状況について報告を受けることになる。GPIFは、その報告の客観性等を調べるために、企業に対して直接調査を行うようになった。つまり、機関投資家からの報告の裏取りをするわけだ。企業との対話の態様がGPIFに伝えられるのであれば、機関投資家はこれまで以上に真摯に対話を行おうとするはずだ。機関投資家側が出してくる対話のテーマもGPIFの関心を踏まえた中長期的なものが増加するのではないだろうか。

SSコードに参加表明した機関投資家は、「ステewardシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべき」とされており、多くの機関投資家は報告書を公表している。これは、潜在顧客に対して、投資先企業との対話に積極的に取り組んでいることをアピールするツールとなる。公務員共済などが、資産運用の委託先を選択

する際には、こうした情報を斟酌することがあるので、記載内容を厚くするためにも、対話を積極化させるだろう。

他方、企業側が対話に消極的な姿勢を示す可能性があるのは、その対話に参加できない個人投資家層に不満が生じるかもしれないと懸念されるからだ。対話が建設的であればあるほど、企業が特定の機関投資家との間だけで、何か有益な情報をやり取りしているのではないかとの疑念を生みかねない。CGコードでは、対話の際のインサイダー情報の管理に関する方策を策定すべきとしてはいる。しかし、未公表の重要事実ではなくとも、企業側からもたらされる情報を総合的に考慮することで、他の投資家よりも優位に立てるかもしれない。疑念を完全に払しょくすることはできない。

個人投資家ミーティングや株主総会では、機関投資家とどのような対話をしているか、対話を公正に行っているかといった問いへの対応が必要になるかもしれない。

7章 CGコード強化の方向

SSコードとCGコードに関するFU会議は、2016年2月に新たな課題提示を含む意見書を公表した。意見書には、「取締役会のあり方に関し、『形式』的な対応ではなく、『実効』的なコーポレートガバナンスを実現していく上で、現時点で重要と考えられる視点を示すものである」と記されている（「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」（「ステeward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（2）））。既に記したように、取締役会の役割・責務の発揮に積極的に貢献できる資質を持った独立社外取締

役がより多く選任されるよう、一層の取り組みが期待されるし、監査委員会等の委員長に独立社外取締役を充てるべきこと、CEO解任の仕組みの整備、取締役会の実効性評価における個人別調査の実施などが勧められている。CGコードは定期的に見直すことが想定されており、今後の改訂の論点になろう。意見書の内容を読み込んだガバナンス体制を構築すれば、先進的だという印象を与えられるかもしれない。

社外取締役を1人入れるべきという会社法に対応したかと思えば、CGコードで複数選任となり、さらに意見書にあるように、一層多くと言われる。規制緩和が多方面で進められるのと比べ、企業のガバナンスに関しては、締め付けが厳しくなるばかりだ。

コンプライ・オア・エクスプレインだからといって、緩い対応をしていると厳しい評価を受けることになるかもしれない。英国では、SSコードへの対応状況に関して機関投資家が公表する報告書

を財務報告評議会が採点し、「ティア1（水準以上）」と「ティア2」の2つに分けて公表するのだという。わが国では今のところこのような検討は行われていないが、形式的な対応に終始しているのでは、思わぬ批判を受ける恐れがある。

CGコードは、企業にコンサルティングなどを提供する業者には恩恵となっている。社外取締役の紹介業や取締役会実効性評価のサポート業者には、相当引き合いが増えたことだろう。上場企業は、CGコードへ真摯に対応するために、社内のリソースを活用しつつも、外部からの様々な情報やサービスを購入してでも、アベノミクスのガバナンス改革へ従おうとしている。しかし、改革への取り組みには終わりが無い。

「日本再興戦略2016 一第4次産業革命に向けて一」では、機関投資家サイドからの実効性ある対話への取り組みや、上場会社自身でのガバナンス改善を促す政策への言及がある。当面2019年前半をめどとして、国際的に見て最も実効的・

図表4 FU会議意見書に表れたガバナンス強化の方向

CEO解任の仕組み	CEOに問題があると認められるような場合には、CEOを解任できる仕組みを整えておくことが必要である。
独立社外取締役の増員	取締役会の役割・責務の発揮に積極的に貢献できる資質を持った独立社外取締役が、より多く選任されるよう、一層の取り組みが期待される。
監査委員会等委員長	委員長を独立社外取締役とすることは、監査委員会等の独立した客観的な立場を高めることに資する取組みと考えられる。
内部通報のライン	例えば、社外取締役・社外監査役を内部通報のレポートラインとするなど、経営陣から独立した窓口で情報が伝達される仕組みを整備することが適切である。
取締役会の実効性評価	評価の実施に際しては、企業の置かれた状況に応じ、様々な取組みが考えられるが、取締役会メンバー一人一人による率直な評価がまずもって重要となると考えられる。

(出所) 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「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」(「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(2))(平成28年2月18日)をもとに大和総研作成

効率的な開示の実現および株主総会日程・基準日の合理的な設定のための環境整備を目指すとされている。ガバナンス改善自体には、賛成したとしても、次々と新たな対応が求められる企業と機関投資家に疲労感は無いだろうか。

また、CGコードやSSコードに従った企業と機関投資家の行動がどのように「稼ぐ力」を変えたか、成果の検証は十分だろうか。2つのコードが掲げる理想像と、企業と機関投資家の実像には相当な隔たりがあるように見える。機関投資家という組織の中で、一体どれだけの人が「企業側に『気づき』を与える」（「日本再興戦略2016 ー第4次産業革命に向けてー」）能力があろうか。

上場企業は、CGコード対応の報告書を開示している。これは、機関投資家が投資判断の形成や、対話の際の材料にすることを想定してのことだ。しかし、果たして機関投資家は、こうした報告書をどの程度利用しているのだろうか。CGコードが機関投資家の関心を汲み上げているかという視点からの見直しも必要だ。

[著者]

鈴木 裕（すずき ゆたか）



金融調査部
主任研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動