

2019年4月15日 全5頁

# SSコード、CGコード 両コードの今後の見直しの方向性が明らかに

## フォローアップ会議意見書（案）

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

### [要約]

- 2019年4月10日、「ステュワードシップ・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」に、今後の両コードの改訂に向けた意見書（案）が提出され、大筋で了承された。
- ステュワードシップ・コードについては、運用機関に対する情報開示の充実（企業との対話プロセス及びその結果、議決権行使助言会社の活用状況など）、企業年金のステュワードシップ活動の後押し、議決権行使助言会社に対する規律の強化（助言策定プロセス公表、企業との対話の積極的な実施など）、運用コンサルタントに対する規律付け（利益相反管理体制の整備など）が盛り込まれている。
- コーポレートガバナンス・コードについては、内部監査について、独立社外取締役を含む取締役会や監査役などに対する直接報告が行われる仕組みの確立、グループガバナンスの在り方（特に、上場子会社等のガバナンスの厳格化）が盛り込まれている。
- ステュワードシップ・コードの見直しに関しては、今後、予定される「ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会」に議論が引き継がれる見込みである。コーポレートガバナンス・コードの見直しに関しては、さらにフォローアップ会議で議論を深めることが予定されている模様である。

### フォローアップ会議意見書（案）大筋合意

2019年4月10日、金融庁と東京証券取引所（以下、東証）が共催する「ステュワードシップ・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」（以下、フォローアップ会議）の第19回会合が開催された。会合では、事務局（金融庁、東証）から意見書（案）「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性（案）」<sup>1</sup>が提出され、大筋で了承

<sup>1</sup> 金融庁のウェブサイト（<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20190410.html>）に掲載されている。

れた。これにより、今後の両コードの見直しの方向性が明らかとなった。

第19回会合でのメンバーの意見、指摘を踏まえた修文を行った上で、近日中に最終的な意見書の公表が予定されている。もともと、意見書（案）の内容の大枠については、特に異論はなかったため、大幅な修正はないものと見込まれる。

## 意見書（案）のポイント

今後のスチュワードシップ・コード（SSコード）、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）の見直しに向けた意見書（案）の提言のポイントをまとめると次のようになる。

### 《スチュワードシップ関連》

#### 1. 運用機関

##### ① 次の情報の詳細な開示を運用機関に促す

- ・ 個別の議決権行使に係る賛否の理由
- ・ 企業との対話プロセス及びその結果
- ・ コードの各原則の実施状況の自己評価等

##### ② 運用機関が ESG に関する対話を行う場合には、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に結びつくものとなるよう意識することを期待

#### 2. 企業年金等のアセットオーナー

○ 企業年金のスチュワードシップ活動を後押しするための取組みを推進

#### 3. サービスプロバイダー

##### (1) 議決権行使助言会社

##### ① 議決権行使助言会社に対し次のことを求める。

- ・ 十分かつ適切な組織的体制の整備
- ・ 助言策定プロセスの具体的な公表
- ・ 企業との対話の積極的な実施

##### ② 運用機関に対して次の情報の詳細な開示を促す。

- ・ 利用する議決権行使助言会社名
- ・ 助言内容の確認の体制
- ・ 具体的な活用方法等

## (2) 運用コンサルタント

- ①運用コンサルタントが企業年金等をサポートするスチュワードシップ活動の主体の一つであるとの位置づけの明確化
- ②運用コンサルタントに対し、利益相反管理体制の整備やその取組状況の公表等を促す

## 4. その他

- 集团的エンゲージメントや投資先企業への関与の強化（いわゆるエスカレーション）について引き続き検討を深める。

## 《コーポレートガバナンス関連》

### 1. 監査に対する信頼性の確保（守りのガバナンス）

- 内部監査について、独立社外取締役を含む取締役会や監査役など経営陣から独立した監督機関に対する直接報告が行われる仕組みの確立を促す。

### 2. グループガバナンスの在り方

- 一般株主保護等の観点からグループガバナンスの在り方に関する検討を進める。
- 特に、上場子会社等に関しては、次のようなガバナンス体制の厳格化が求められる。
  - ・その合理性に関する親会社の説明責任の強化
  - ・支配株主から独立性がある社外取締役の比率の引き上げ

SS コードに関する事項のうち、運用機関の情報開示の拡充（スチュワードシップ関連1①）は、多くの機関投資家がスチュワードシップ活動には取り組んでいるものの、「企業との対話の中身が依然として形式的なもの」に留まる、「自らの説明責任を果たすことに必ずしも積極的ではない」といった指摘<sup>2</sup>があることを受けたものである。意見書（案）では、個別の議決権行使の「賛否」だけではなく、その「理由」を開示することや、「企業との対話プロセス」だけではなく、「その結果」を開示することが求められている点が注目される。もっとも、開示・公表が行き過ぎると、対話そのものの萎縮を招きかねないといった指摘もあり、難しいバランスが要求される事項と言えるだろう。

前回（2017年）改訂でSSコード（指針3-3、注7）に盛り込まれたESGについても、さらに踏み込む方向性が示されている（スチュワードシップ関連1②）。もっとも、会合を傍聴した限り、ESGの重要性は認めつつも、スチュワードシップ活動においてESG要素を取り扱うことの意義や効果などについては、フォローアップ会議のメンバーの間でも必ずしも見解が一致して

<sup>2</sup> 意見書（案）p.1。

いるわけではないように見受けられた。そのような事情を受けたものか、意見書（案）では、ESG に関する対話が、「企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上」というスチュワードシップ・コードの本旨に結びつくものとなるように求めている。

議決権行使助言会社は、フォローアップ会議でも特に活発な議論が行われたテーマの一つである。意見書（案）（スチュワードシップ関連 3 (1)）では、議決権行使助言会社とそれを利用する機関投資家の双方に対して、前回（2017 年）改訂からさらに踏み込んだ規律の強化を求めることとしている。

運用コンサルタントに対する規律（スチュワードシップ関連 3 (2)）は、新たに取り上げられる論点である。その背景には、例えば、年金基金とアドバイザー契約を有する運用コンサルタントが「顧客に対するその影響力を背景として、コンサルタント業務と併せて自らの投資商品の購入の勧誘を行う例も見られるとの指摘があるほか、運用コンサルタントが運用機関のスチュワードシップ活動を適切に評価していないのではないかとの懸念」<sup>3</sup>がある。

CG コードに関しては、まず、内部監査における独立社外取締役を含む取締役会や監査役に対する直接報告（ダイレクト・レポーティング）の問題が取り上げられている（コーポレートガバナンス関連 1）。これは、いわゆる企業不祥事の発生などに関連して、「内部監査部門が CEO 等のみの指揮命令下となっているケースが大半を占め、経営陣幹部による不正事案等が発生した際に独立した機能が十分に発揮されていないとの指摘」<sup>4</sup>などを受けたものである。

これまでの CG コードを巡る議論では、どちらかといえば、いわゆる「攻めのガバナンス」が強調されることが多かった。意見書（案）を契機に、今後、「守りのガバナンス」に関しても本格的な議論が開始されるものと思われる。

CG コードに関するもう一点は、グループガバナンス、特に、子会社上場（親子上場）に関する問題である（コーポレートガバナンス関連 2）。子会社上場を巡っては、例えば、政府の未来投資会議<sup>5</sup>、経済産業省の CGS 研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）<sup>6</sup>などでも議論が行われている。フォローアップ会議でも、例えば、支配株主の責任、一般株主保護などの観点から活発な議論が行われた。今後、上場子会社のガバナンス体制の厳格化が検討されるものと思われる。

<sup>3</sup> 意見書（案） p. 3。

<sup>4</sup> 意見書（案） p. 4。なお、オリンパス株式会社第三者委員会「調査報告書」（2011 年 12 月 6 日） p. 131、株式会社東芝第三者委員会「調査報告書」（2015 年 7 月 20 日） pp. 290-291、「日産自動車株式会社ガバナンス改善特別委員会報告書」（2019 年 3 月 27 日） pp. 13-14 など参照。

<https://www.olympus.co.jp/jp/info/2011b/if111206corpj.html>

[http://www11.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20150721\\_1.pdf](http://www11.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20150721_1.pdf)

[https://www.nissan-global.com/PDF/190327-01\\_368.pdf](https://www.nissan-global.com/PDF/190327-01_368.pdf)

<sup>5</sup> 2019 年 3 月 7 日未来投資会議（第 24 回）資料 3、4 参照

<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikai/dai24/index.html>。

<sup>6</sup> 例えば、2019 年 2 月 13 日第 14 回 CGS 研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）資料 4 など参照（[https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs\\_kenkyukai/02\\_014.html](https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/02_014.html)）。

## 今後の予定

前述の通り、会合でのメンバーの意見、指摘を踏まえた修文を行った上で、近日中に最終的な意見書が公表される予定である。もっとも、意見書（案）の内容の大枠については、特に異論はなかったため、大幅な修正はないものと見込まれる。

その後、意見書（案）のうち、スチュワードシップに関連する事項については、今後、開催が予定される「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」に議論が引き継がれて、本格的なSSコード改訂に向けた検討が進められるものと考えられる。

他方、コーポレートガバナンスに関連する事項については、フォローアップ会議において、さらなる議論を深めることが予定されている模様である。