

ガバナンス改革の実効性向上を目指しフォローアップの議論再開

西山 賢吾、片寄 直紀

■ 要 約 ■

1. 我が国のコーポレートガバナンス改革の方向性を見る上で重要な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（第16回）が2018年11月27日、8か月ぶりに開催された。
2. 第16回会合では、まず、事務局より、コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードの制定・改訂によって、企業のROE（自己資本純利益率）やPBR（株価純資産倍率）は改善傾向にあり、政策保有株式の縮減や社外取締役の選任の進展等、成果が挙げられている旨の説明があった。課題としては、投資家が求める資本コストのレベルに達していないこと、政策保有株式の更なる縮減、監査の信頼性確保等が挙げられた。そして、ステュワードシップ・コードを受け入れた投資家の活動状況の可視化の方向性についても言及された。
3. その後の自由討論では、メンバーからは多岐に渡る意見が出たが、コーポレートガバナンス改革に進捗が見られること、企業と投資家の対話の進展があることを評価する様子であった。一方で、内部監査のあり方や、社外取締役の選任プロセス、投資家の議決権行使の基準と企業との対話、ESG（環境・社会・企業統治）要因に関する開示の方法等、更に議論を深めるべき部分もあるという指摘も見受けられた。
4. 2つのコードとも改訂されて日が浅いため、今後のフォローアップ会議では、2つのコードの実効性をさらに高めるための検討、議論が中心になると考えられる。一方、コーポレートガバナンス改革への取り組みにおける企業間格差が拡大しているという見方もあるため、格差を縮小するための取り組みについても議論が進められることを期待したい。

I. SS、CG コードフォローアップ会議が8か月ぶりに再開

スチュワードシップ（以下SS）・コードとコーポレートガバナンス（以下CG）・コードは、我が国の成長戦略の重要施策であるコーポレートガバナンス改革の「車の両輪」として位置づけられている。そして、金融庁と東京証券取引所が共催する「SSコード及びCGコードのフォローアップ会議」において、コーポレートガバナンス改革の進捗や課題などについて定期的に検討され、今後の方向性などについて意見書を作成している。そのため、フォローアップ会議はコーポレートガバナンス改革の方向性等を見る上で重要な会議と位置づけられる。

2018年11月27日に、フォローアップ会議の第16回会合が開催された。本会議の開催は2018年3月以来およそ8か月ぶり、2018年6月にCGコードが改訂されてから初の開催である。今回、メンバーに一部変更があり、企業出身のメンバーが1名交代するとともに、新たに企業出身のメンバーがもう1名加わった。CGコード改訂時に募集したパブリックコメントの中で、企業側のメンバーが少なく、企業の意見が十分に会議に反映されていないのではないかとの意見が寄せられたこと等が反映されたと推察される。

フォローアップ会議の再開にあたり、事務局資料としてフォローアップ会議での主な検討課題が示された。両コードへの対応状況を踏まえた課題として、「資本コストを意識した経営」、「取締役会機能発揮」、「政策保有株式」、「スチュワードシップ活動の諸課題（企業年金を含む）」が、その他の課題として「監査に対する信頼性の確保」、「開示情報の充実（プリンシプルベースのガイダンスを含む）」、「その他」が挙げられている。

今回の会議では、まずCG改革の取組みについて事務局からの説明が行われた後、メンバーによる自由討論となり、記述情報の開示に関するプリンシプルベースのガイダンスの策定や機関投資家のSS活動の公表状況の可視化の方向性を含め、多岐にわたり議論された。議論は主に以下の2点であった。

II. 企業のCGコードに基づく取組みに関する議論

SS、CGコードの策定、改訂を経て、CG改革は一定の成果を上げており、企業のROEの改善や独立社外取締役や女性役員の増加、政策保有株式の縮減に向けた取組みが見られるという点については概ね意見の一致が見られた。一方で、事務局より投資家の求める資本コストの水準にROE等が達していない、事業法人間の政策保有株式の下げ止まり、といった課題も示された。

メンバーからは、政策保有株式や取締役会の機能発揮、資本コスト、監査の信頼性確保等に関して多くの意見が出された。政策保有株式については、個々の企業ごとに取組み状況に差はあるものの、縮減の必要性に関する認識は広まっていることに言及があった。また、企業のガバナンスの空洞化等の問題は政策保有株式のみに生じるものでなく、日本銀行による株式保有や親子上場についても考える必要があるという意見も聞かれた。取締役

会の機能発揮については、社外取締役の選任プロセスの透明化や、CEO（最高経営責任者）と取締役会議長等の分離の促進といった更なる実効性向上のための意見が出された。資本コストについては、そもそもの測定の方法に関する疑問や、単なる算出にとどまらずに企業の成長戦略と関連付けた開示が望ましい旨の意見が出された。監査の信頼性確保に関しては、昨今の企業不祥事等を鑑みて守りのガバナンスを向上させるという意識の下で取組みを進める必要があり、また内部監査部門が社長・CEO から独立した監督機関をレポーティングラインとすることで実効性を高めるべきであるという意見が出された。

また、2018年6月の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの報告¹において、「経営戦略・ビジネスモデル、MD&A（経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析）、リスク情報、重要な契約、ガバナンスに関する情報等の記述情報の開示の充実を実現していく」ために「望ましい開示の考え方・内容・取り組み方をまとめたプリンシプルベースのガイダンスを策定すべき」と記載されたことから、ガイダンスの策定についても議論が行われた。記述情報の中でもとりわけ ESG 要因の開示のあり方についてはメンバーから様々な意見が出された一方で、財務情報と統一的に報告することが望ましい旨の意見が多く聞かれた。今後もガイダンスの策定に向けた検討は引き続き行われるとともに、企業による開示のベストプラクティスを収集・公表することも予定されている。

Ⅲ. 投資家の SS コードに基づく取組み状況と課題

投資家の SS コードに基づく取組み状況として、機関投資家の議決権行使結果の開示についての議論が行われた。日本国内では大手運用機関を含む 100 以上の機関投資家が個別の議決権行使結果を公表しているものの、その公表内容には大きなバラつきがある。そこで事務局より、金融庁ホームページで公表している「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリスト²」の公表項目を拡充し、議決権行使結果とその理由や、スチュワードシップ活動報告を公表しているかについて掲載することが提示された。また、2018年6月の CG コード改訂で原則 2-6「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮」が追加されたこともあり、企業年金がアセットオーナーとして期待される役割を發揮できることが極めて重要である旨が説明された。メンバーからは、企業が開示や対話を通じて投資家の議決権行使に関する考え方を把握することと、投資家が企業の対話を踏まえた議決権行使をすることの重要性に関して意見が出された。

¹ 金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」2018年6月28日

² <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>

IV. 2つのコードの実効性をさらに高める上での取り組みの検討を期待

我が国のコーポレートガバナンス改革は原則（プリンシプル）をベースに進められ、ここまで一定の成果を上げてきたと考えられるが、その一方で改革に積極的に取り組む企業と、そうではない企業との間の格差が広がっているという見方もある。

フォローアップ会議は以降、事務局から提示された諸課題を中心に検討、議論を進め、最終的には意見書をまとめるとみられる。2つのコードの改訂は、SS コードは2017年、CG コードは2018年に行われていることから、今後のフォローアップ会議では、2つのコードの実効性をさらに高めるとともに、企業間での改革への取り組みの格差を縮小するために必要な取り組みについても議論が進められることに期待したい。