

## SS、CG コードのフォローアップ会議が意見書を公表 —SS コード改訂議論のポイントなどの提示—

西山 賢吾、片寄 直紀

### ■ 要 約 ■

1. 2019年4月24日、金融庁と東京証券取引所が共催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から意見書(4)「コーポレートガバナンス改革のさらなる推進に向けた検討の方向性」が公表された。今回の意見書は、2つのコード改訂後の状況や、改訂後もなお残る投資家側、企業側の課題等に関する議論を取りまとめたものである。
2. この中で、運用機関が主に関係するスチュワードシップに関し、①議決権行使に至るまでの対話活動についての説明と、②情報提供の充実(賛否の理由、対話活動及びその結果、コード実施状況の自己評価など)が要請、提言された。さらに、意見書では「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)の意義について、引き続き検討を深める」とされた。エスカレーションは、英国のスチュワードシップ・コードでは言及されているが、我が国のコードではまだ言及されていない。一方、主に企業側が関連するコーポレートガバナンスに関しては、監査に対する信頼性の確保とグループガバナンスの在り方に関し、要請と提言があった。
3. 今回の意見書の公表で、FU 会議としての一応の結論は出されたと考えられる。今後は、概ね3年に一度見直し等の検討を行うこととされているスチュワードシップ・コードの改訂必要性の検討などを目的とした、有識者会議の開催(再開)による議論の深耕へと進むと考えられる。また、上述の「エスカレーション」に関する議論や、「上場子会社のガバナンスの在り方」をコーポレートガバナンス・コードを取り入れることの検討なども視野に入ると見られる。

## I. 『CG 改革のさらなる推進』に向けた議論を集約

### 1. FU 会議から意見書(4)が公表された

2019年4月24日、金融庁と東京証券取引所が共催するスチュワードシップ(以下、SS)・コード及びコーポレートガバナンス(以下、CG)・コードのフォローアップ会議(以下、FU 会議)から意見書(4)「コーポレートガバナンス改革のさらなる推進に向けた検討の方向性」

(以下、意見書)が公表された。

FU 会議は CG 改革のさらなる深化を目的に、SS、CG コードの実施状況や課題などについて断続的に開催される。過去同会議からは 3 回意見書が出されている。1 回目は 2015 年 10 月 20 日の「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況と今後の会議の運営方針」、2 回目は 2016 年 2 月 18 日の「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」、3 回目は 2016 年 11 月 30 日の「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」である。特に 3 回目の意見書での提言は、2017 年 5 月に改訂された SS コードの議論のベースとなった。4 回目となる今回の意見書は、第 16 回 (2018 年 11 月 8 日開催) から第 19 回 (2019 年 4 月 10 日開催) 会議で議論された、2 つのコード改訂後の状況や、改訂後もなお残る投資家側、企業側の課題等に関する議論を取りまとめたものである。

## 2. 企業側、投資家側への指摘

CG 改革はここまで相応の成果を上げていると考えられる。しかしながら、さらなる課題として、企業側については、①指名、報酬委員会が設置されていながらも、委員構成の偏り等により必ずしもその機能が十分発揮されておらず、必ずしも企業価値向上の観点から適切な資質を備えた独立社外取締役の選定につながっていない、②企業年金の運用資産に占める政策保有株式が過大になっている例がある、③取締役会の活動内容や実効性評価について必ずしも具体的に説明や情報提供がなされていない、などが指摘されている。

一方、投資家側については、①企業との対話の中身が依然として形式的なものに留まり、中長期的な企業価値向上に十分つながっていない、②企業開示の充実を求める一方で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例がある、③コンプライ・オア・エクスプレインの意義への認識不足等からコードの遵守状況の把握が機械的、などが指摘された。

以上を見ると、CG 改革の最も重要なポイントと考えられる、「企業と投資家間の、建設的で目的を持った対話を通じて相互理解を深め、企業価値の中長期的、持続的向上を通じて我が国経済のプレゼンスを高める」点については、継続的な取り組みが必要と考えられる。

## II. SS への要請、提言

I で示した問題意識と指摘から、意見書においては、機関投資家側、すなわち SS に対し、以下のような要請、提言がなされた。

### 1. 運用機関

まず、運用機関に対しては、①議決権行使に至るまでの対話活動についての説明、②情報提供の充実(賛否の理由、対話活動及びその結果、コード実施状況の自己評価など)が要請、提案された。なお、意見書案では、②の「(対話活動等の)説明や情報提供の充実」(傍線筆者、以下同じ)は「(対話内容の)情報の公表拡充」とされていた。確かに情報の公表は重要ではあるものの、SS 活動を行う上で必要とされる場合において十分な情報が提供される

ことがより重要と考えられたために、表現が変更されたと推察する。

## 2. 企業年金等のアセットオーナー

企業年金等のアセットオーナーに対しては、企業年金基金の SS コードの受け入れが依然少なく、その背景として、企業年金の意義や責任に関する認識不足から、SS 活動の範囲や程度が十分に理解されていないとされた。そして、経済界を始めとした幅広いステークホルダーと連携しながら、企業年金の SS 活動を後押しするための取り組みを推進することが提言された。実際に、4 月 12 日時点で SS コードの受け入れを表明した機関投資家 246 のうち、年金基金等は 33、そのうち、日本企業の企業年金は 13 基金（金融機関以外では 5 基金）に留まっている。SS コード受け入れ如何に関わらず、コードに込められた精神を理解し、置かれた状況等に合わせた SS 活動を適切に実施することが強く期待されているといえよう。

## 3. 議決権行使助言会社

議決権行使助言会社に対しては、①十分かつ適切な人的・組織体制の整備とそれを含む助言策定プロセスの具体的な公表、②企業の開示情報のみに基づくばかりではなく、必要に応じ自ら企業と積極的に意見交換を行いつつ助言を行うことへの期待、③運用機関による議決権行使助言会社活用状況に関する説明、情報提供の促進、が要請、提言された。なお、意見書案では、②は、「開示された情報に基づく判断のみならず、自らと企業との対話も積極的に実施することが期待される」とされていた。株主総会の議案に対する賛否への助言を適切に行うためには企業側からの意見を聞くことは重要であるものの、議決権行使助言会社の人員や、70%近い企業が例年 6 月に集中して株主総会を開催するなどの現状を勘案し、表現が変更されたと推察する。

## 4. 運用コンサルタント

年金等の運用コンサルタントについては、「自らが企業年金等の SS 活動をサポートする一主体であるという位置づけを明確化し、自ら利益相反管理体制の整備やその取り組み状況について説明することなどの取り組みを通じ、インベストメント・チェーン全体の機能向上を図ることが重要」とされた。なお、意見書案では「運用コンサルタントが、自ら企業年金等の スチュワードシップ活動をサポートする重要な主体の一つであることの明確化」は、「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主体の一つであるとの位置付けの明確化」とされていた。運用コンサルタントは SS 活動をサポートする主体であることがより強調されたと推察される。

## 5. 「エスカレーション」の意義につき引き続き検討

さらに、意見書では「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）の意義について、引き続き検討を深める」とされた。集团的エンゲージメ

ントは、2017年5月に策定された改訂SSコードの指針4-4に取り入れられた。一方、エスカレーションについては日本のコードではまだ明示されていないものの、英国のSSコードでは原則4で、「機関投資家は、SS活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていく「escalate」のかにつき、明確なガイドラインを持つべきである」との言及がある。ここでは、「機関投資家が関与を行ったにもかかわらず会社が建設的に対応しない場合」に検討すべき活動強化の方法として、以下が例示されている<sup>1</sup>。

- ・懸念事項のみに特化した議論を行うために、経営陣と追加的な会合を持つこと。
- ・会社のアドバイザーを通じて、懸念を表明すること。
- ・取締役会議長その他の取締役と会合を持つこと。
- ・事項を特定のうえ、他の機関投資家と協調して関与を行うこと。
- ・株主総会の前に意見を公表すること。
- ・株主総会に議案を提出し、意見を述べること。
- ・[臨時]株主総会の招集を求め、場合によっては取締役の変更を提案すること。

投資家と企業との対話活動についての理解は一定程度進んだことから、対話が成果を上げ、実効性を高める上で、もし対話が不調に終わった場合に機関投資家がどのような段階を踏んでいくべきであるかについて、今後上記英国SSコードを参考にしつつ、検討されると見られる。

### Ⅲ. CG への要請、提言

一方、意見書では、企業側、すなわちCGに対しても、以下のような要請、提言がなされた。

#### 1. 監査に対する信頼性の確保

ここでは、いわゆる「守りのガバナンス」について、「企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を実現する上で不可欠」とした上で、監査の信頼性確保がその極めて重要な構成要素であること、その中でも内部監査部門については、「独立社外取締役を含む取締役会や監査役などに対しても直接報告が行われる仕組みの確立の促進」が要請、提言された。いわゆる「守りのガバナンス」に関し、最近の企業不祥事等を反映した言及と考えられる。

<sup>1</sup> 和訳は2013年9月18日開催の日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第2回）に提出された英国SSコードの仮訳に基づく。

## 2. グループガバナンスの在り方

グループガバナンスの在り方については、①日本企業のグループ経営は、グループ全体としての最適な経営資源の配分や子会社のリスク管理が不十分、②上場子会社等は、支配株主等と一般株主の間に構造的な利益相反リスクがあるため、取締役会の独立性を高める必要、との指摘がされた。その上で、③上場子会社等に関しては、その合理性に関する親会社の説明責任の強化、支配株主等から独立性がある社外取締役の比率を高める（東証の独立性基準の見直しも念頭に置く）など、上場子会社等のガバナンス体制の厳格化が求められるとともに、④グループガバナンスの在り方について、一般株主保護等の観点から検討を進めることが、要請、提言された。

グループガバナンスの在り方、特に上場子会社のガバナンスの在り方については、2019年3月7日開催の未来投資会議（第24回）において、我が国のCGの残された課題として「支配株主を有する上場子会社のガバナンス体制の問題がある。本件については、支配株主（親会社）から独立した意思決定を確保し、上場子会社の一般株主を保護する」ことが指摘されている。一方、2019年3月15日に開催された経済産業省のコーポレート・ガバナンス・システム（CGS）研究会（第15回）で「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（仮）」の案が示されており、今後ガイドラインのとりまとめに関する議論を経て、実務指針が公表されることが考えられる。さらに、経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する研究会」においても、「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」の策定が検討され、「MBOおよび支配株主による従属会社の買収を中心に、主として手続面から、我が国企業社会における公正なM&Aの在り方を提示する」ことが意図されている。

未来投資会議での指摘の通り、我が国のCGの残された課題として、グループガバナンスの文脈から、「上場子会社の在り方」に関する議論が今後進められることが考えられる。

## 3. 『中長期的な企業価値』の具体的意義・内容の検討必要性

さらに、意見書では、『中長期的な企業価値』の具体的意義・内容について、「企業、投資家、さらには学界等を含む有識者の間でより踏み込んだ検討が必要との指摘があったことに留意する」とされている。これは、「投資家のROE重視は短期主義を助長しがちである」、「企業はあらゆるステークホルダーの利益を考慮して中長期的、持続的な企業価値向上を目指すものであり、ESGへの取り組みもこの文脈から行っている」などの意見がある一方、「株式投資家が分配を受けるのは他のステークホルダーへの分配を終えた残余（最終）利益であり、この拡大は全てのステークホルダーに資するのであるから、こうした観点から中長期的な企業価値の向上を考えるべき」、「ESGが時価総額を尊重しない企業の言い訳に使われないような対応が必要」などの意見もあり、中長期的な企業価値に対する考え方が必ずしも一致していないことを反映したものと考えられる。

#### IV. SS コード改訂等を含めた議論の深耕へ

今回の意見書の公表で、FU 会議としての一応の結論は出されたと考えられる。今後は、2017年5月に改訂され、概ね3年に一度見直し等の検討を行うこととされている、SS コード改訂の必要性の検討などを目的とした、SS コードに関する有識者会議の開催（再開）による議論の深耕へと進むと考えられる。さらに、その後は、特段改訂時期等は明示されていないものの、2018年6月に改訂されたCG コードに上述の「上場子会社のガバナンスの在り方」を取り入れることの検討なども視野に入ると見られる。

SS、CG の2つのコードは我が国のCG コード改革における「車の両輪」とされている。このため、今回の意見書において指摘された諸事項は、今後のCG 改革の方向性や議論の論点を考えるものとして重要であり、注目に値すると考える。