

「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」
(第12回)に関する意見

2017年11月15日
日本投資環境研究所
上田亮子

1. 議論全般について

本日の「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」(第12回)は所用により欠席いたしますので、以下の通り意見を述べさせていただきます。

まず今後の議論の進め方について、今回事務局から提出された論点は、わが国におけるコーポレート・ガバナンス改革を形式から実質へと深化させるため、本会議のこれまでの議論を通じて集約された問題であると考えます。各論点はそれぞれが深く、幅広い議論を要求するものであり、わが国の現状を踏まえた問題提起であると考えます。もちろんコーポレート・ガバナンス問題は多岐にわたるものです。しかし、今後ガイダンスをまとめてこれを定着させるためには、具体的かつ実務的に有益なソリューションという観点が必要であり、これまでの議論に基づいて提示されている論点に焦点を当てて議論することが望ましいと考えます。

2. CEOとChairmanの分離(3)CEO・取締役会等

英国ではキャドバリー報告書(1992年)以降、現在のコーポレートガバナンス・コード(2016年)においても、コーポレート・ガバナンスの基本的規範として、執行機能のトップであるCEOと監督機能のトップであるChairmanとは同一人物が兼務するべきではなく、分離するべきであるとされます(同コードA.2.1.)。また、Chairmanは社外の独立性を有する取締役が就任することが求められます。この場合のChairmanとは、Chairman of the Board(取締役会議長)のことを意味し、執行トップのCEOが監督機能を有する取締役会の議長職を兼務することにより、十分な監督機能を果たせなくなるという弊害を懸念することが背景にあります。わが国でも、東証一部上場会社全体では、取締役会議長の83.1%は社長が務めているとの報告があります(「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017年」)。

これに対して、一般的にわが国では、会長(Chairman)とは社長やCEOが退任後に就任する職位となっています。このようなわが国における会長は、言ってみればChairman of the Companyとでも呼ぶ存在で、必ずしも取締役会議長の職位とは一致しません。前述のコーポレート・ガバナンス白書によれば、会長が取締役会議長を務めている比率は15.4%と報告されています。コーポレート・ガバナンス上は、現任の経営トップのほかに強い権力を有する者が社内存在するという問題であり、むしろ顧問・相談役問題と近い議論にならうかと考えます。

しかしながら、前回の議論および今回の事務局提供資料においては、この会長職と取締役議長職とが、いずれも英訳するとChairmanという表現で議論されているため混乱が生じると思われます。さらに、わが国では「社長やCEOが退任後に取締役会議長に就任する」という実態と異なる内容が海外に発信されてしまうおそれもあります。したがって、今後の議論においては用語の定義を明確化し、「社長・CEOと『取締役会議長』との分離」について、わが国企業の課題や取組みについて検討することが肝要かと考えます。

3. 政策保有株式（（4）政策保有株式）

政策保有株式の問題は、市場に上場される株式を長期的に固定化するものであり、機関投資家を含む一般株主との対話の阻害要因にもなるうえ、資本の効率的活用の面からも、一般論としては認められるものではありません。他方では、わが国の企業慣習に根差したものであり、相手方もあることから、急激な変更には時間がかかる可能性もありそうです。

政策保有株式については、中長期の企業価値向上のために経営者が真に必要な投資と考えるのであれば、高い透明性と説明責任を果たしたうえで、最終的には企業と機関投資家をはじめとする株主との間で対話により解決される問題であると考えます。しかしながら、開示情報からは政策保有部分と純投資部分の区別が外部からは分かりにくいという点、このような政策保有株式のパフォーマンスについては十分な情報が得られません。

したがって、前回の発言の繰り返しになりますが、まずは何よりも透明性の強化が求められます。エンゲージメントの基礎は、適切かつ十分な情報開示にありますので、開示の在り方についてもぜひご議論をいただければと考えます。

4. 企業年金のステュワードシップ活動（（5）アセットオーナー）

最終受益者の分散した資金を基金という形で集合化するアセットオーナーは、インベストメントチェーンにおいては重要な位置づけにあります。わが国においては、ステュワードシップ活動の多くはアセットマネジャーにより実施されている実態がありますが、アセットオーナーが積極的に関与し、モニタリングすることにより、その質の向上に寄与すると考えます。

ところが、金融庁が定期的に公表している状況調査によれば、わが国では公的年金によるステュワードシップ・コード受入れは進んでいますが、企業年金はまだ途上にあるのが実態です。

企業年金の場合には、人員や専門性などのリソース面、母体企業との関係もあり、企業年金自身がエンゲージメントや議決権行使などのステュワードシップ活動を行うことは簡単ではないと推測します。他方、ステュワードシップ活動のうち、アセットマネジャーに対するモニタリングは、受益者の利益を守る行為であり、受託者責任の一環として企業年金を含むアセットオーナーに求められる活動であると考えます。企業年金が適切なモニタリングを行うことを通じて投資パフォーマンスが高まれば、母体企業にとっても好ましい状況につながります。

コードの先行事例である英国においても、一部の大手年金を除いて、企業年金が置かれた状況は同じです。なかには、専従者がいない小規模な基金すら存在します。そのような基金に対しては、年金生涯貯蓄協会（The Pensions and Lifetime Savings Association）が、ステュワードシップ活動を行ううえでのさまざまなサポートやサービスを行っています。例えばアセットオーナーがアセットマネジャーと面談するうえでの想定質問や、アセットマネジャーによるステュワードシップ活動の自己評価シート（Stewardship Disclosure Framework）の作成と回答の公表など、アセットオーナーがアセットマネジャーのステュワードシップ活動をモニタリングするうえで活用できるツールを提供しています。わが国においても、例えば企業年金連合会などの機関を通じて各基金に対する支援を行う体制を整えば、企業年金を含むアセットオーナーにとり有益なのではないかと考えます。

スチュワードシップ・コードは、それぞれの立場に応じて柔軟な対応が可能なコンプライ・オア・エクスプレインの原則に基づいています。外部機関による支援体制の整備とともに、企業年金によるコード受入れが進むことが期待されます。