

「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16回)に関する意見書

2018年11月27日
日本投資環境研究所
上田 亮子

1. 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」は所用により欠席いたしますので、意見を述べさせていただきます。

本年のコーポレートガバナンス・コード改訂後、上場会社においては、改訂内容を真剣に読み解き、自社の経営課題として自律的に取り組んでいる会社が増え、コードが定着していると感じます。機関投資家においても、投資運用業務のなかにエンゲージメント活動が定着してきたようです。

他方では、企業と機関投資家のそれぞれにおいて、以下で述べるようにコードの趣旨とは必ずしも合致しない実態も散見されます。

2. 会社内部の横断的取組みについて

コードが進めるコーポレート・ガバナンス改革は、体制整備にとどまらず、中長期の持続的価値向上を目指す経営改革そのものです。しかしながら、一つの会社のなかでも、経営企画、財務、IR、総務、法務などの各部門においては、何をめざすかという価値観が異なる場合があります。企業価値創出の原動力である事業部門については、開示情報（有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書、統合報告書等）においても、それがどのように中長期の企業価値創出のプロセスに組み込まれているかが十分見えない場合もあります。

例えば、コーポレート・ガバナンス報告書の記載については、政策保有株式、資本コストの経営判断への組み込み、CEOの選任・解任などは、記載が不足している会社が多いようです。これらの問題に対しては、会社内部に、株主・投資家や政策当局の意図を理解して積極的な対応が必要であるという考え方と、積極的な情報開示や目立つ行動を控えたほうが安全との保守的な考え方が併存しています。総務部門が取り仕切って、必要があれば関連部署に振り分け、最終的に取りまとめている会社も少なくないようですが、このような進め方では現状追認型の内容になりがちです。社内で真剣な議論が行われていた場合であっても、外部発信時には一般的抽象的な内容となり、具体的取組みが読み取れない場合も少なくありません。自社の今後のコーポレート・ガバナンスのあり方を根本から議論する場合には、自ずとその内容は経営理念や経営戦略、価値創造に関連する事柄におよぶことから、経営トップに直結する例えば経営企画部門などの司令塔が、社内横断的に議論を牽引していくとともに、自社の特性を強調する果敢な情報開示が必要であると考えます。

2. 政策保有株式

実証分析の結果にもある通り、コーポレートガバナンス・コードにより、政策保有株式の縮減は進んでいます。しかしながら、事業会社間においては政策保有株式の追加取得を依頼する行動もみられ、買収防衛策の代替策との懸念が生じる場合もあります。こうした動きを牽

制・抑制するために、政策保有株式を新規に保有したり増加させたりする場合には、現在パブリックコメント中の有価証券報告書の開示拡充案よりも踏み込んで、個別銘柄や保有目的などについて一層の情報開示を求める必要があると考えます。

また、現行の有価証券報告書等の開示制度では、政策保有株式を保有している場合に比べると、保有されている場合（政策保有株主が存在する場合）の情報開示は不十分であり、株主やステークホルダーとの対話の前提である実態把握すら困難です。政策保有株主（安定株主）の存在は対話の阻害要因ともなりうるため、会社が認識する政策保有株主について、さらに踏み込んだ情報開示が求められます。

3. 対話（エンゲージメント）の質

日本と英国において、企業と機関投資家との対話（エンゲージメント）の様子を見てみると、企業価値と結びついた議論がされているか疑問に思う場合が少なくありません。我が国のコーポレートガバナンス・コードは、中長期の持続的な価値創造を目指していますが、会社の戦略や事業ポートフォリオなどに関する対話は、企業経営の核心的課題であり、経営者と株主との間で意見の衝突が生まれやすい問題でもあります。残念ながら、多くの対話においては、**ESG** 問題や情報開示の強化のように、意見の衝突が少なく、害のないテーマが目的化していることが多いようです。

上場会社の統合報告書や **CSR** レポートを読むと、図や写真を多用してわかりやすくサステナビリティに関する活動が伝わってきますが、それが企業価値にどうつながるのかという道筋が見えない場合もあります。社会と共存しつつ、中長期の企業価値をどのように高めるのかという疑問を持つ投資家も少なくありません。

機関投資家においては、伝統的なアクティブ運用と **ESG** 投資、エンゲージメントの時間的評価軸が一致しておらず、**ESG** 投資やエンゲージメント活動がアセットオーナーや受益者へのアピールを目的とする場合もあるようです。そのため、ひとつの運用機関において異なる見解が存在し、対話を受けた企業の側が混乱することもあります。**ESG** 要素やエンゲージメントの成果について、投資プロセスに組込んでいく工夫が望まれます。

機関投資家の議決権行使については、スチュワードシップ・コードの定着によって、議決権行使基準の開示や行使結果の個別開示も進んでいます。対話を促進する観点からは、詳細な判断基準を含む議決権行使基準や反対行使をした場合の理由の開示についても、さらなる広がりが見られます。そのため、金融庁ウェブサイトにおける「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト」公表項目の拡充については、賛成いたします。

以上