

2014年2月にスチュワードシップ・コードが公表され、2015年6月にコーポレートガバナンス・コードの適用が開始された。これらの2つのコードは、安倍政権が策定した日本再興戦略に基づく成長戦略の一環として策定され、実効的なコーポレートガバナンスを実現するための「車の両輪」と位置づけられている。

2つのコードはともに「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している。前者は厳格な定義を置かず、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）だけを規定する手法であり、各々が状況に応じた判断・行動を行えるようにすることを目的としている。また、後者は原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明することを求めるものである（2つのコードは法令ではなく、法的拘束力を持たない）。

本レポートでは両コードの内容と、コード公表を受けた機関投資家、上場企業の対応、そしてコーポレートガバナンスの今後について述べていく。

・スチュワードシップ・コードの内容と投資家の対応

スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対して策定された、『責任ある機関投資家』の諸原則』とも名付けられた原則のことである。同コードは英国のものを参考に策定されたことから、正式名称は『日本版』スチュワードシップ・コード』となる。機関投資家には、投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任がある、との考えに基づいて策定されており、以下の7つの原則で構成されている。

原則1	スチュワードシップ責任を果たすための方針の策定・公表
原則2	スチュワードシップ責任を果たす上で、管理すべき利益相反についての方針の策定・公表
原則3	スチュワードシップ責任を果たすために、投資先企業の状況を的確に把握
原則4	投資先企業との「目的を持った対話」を通じて、認識の共有を図り、問題の解決に努めること
原則5	議決権の行使と行使結果の公表について、方針を持つこと。
原則6	スチュワードシップ責任を果たすための行動について、顧客・受益者に対して定期的に報告すること
原則7	投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えること

2015年6月11日時点で、191の機関投資家が金融庁に対してスチュワードシップ・コードの受入れ表明をしている（法令ではないので受入れ表明という形式になっている）。受入れ表明を行った機関投資家の中には、物言わぬ株主とも言われた生命保険会社各社も含まれているが、各社は受入れに伴い、それぞれの議決権行使に関する基準を改定している。

業界大手の日本生命保険を例に挙げると、4月14日に議決権行使精査要領の改定を発表し、株主総会での取締役選任（解任）に関する議案審議の際に、①社外取締役を設置しない場合、②取締役会への出席率が不十分な取締役の改選、③ROEが一定水準を下回る場合の3点に該当するケースを、追加で精査対象とするとした。他にも監査役選任（解任）の際の精査対象も追加している。同要領は概要部分が公表されている。他の生命保険会社各社も議決権行使に関する基準を改定し、以前より厳格な株主総会の議案精査を行うとしている。かつて生命保険会社は株式の持合いを行っており、株式の持合い先企業への職域営業も積極的に行っていたが、ここ数年は株式持合いの解消が進んでいる。さらに今回、スチュワードシップ・コードを受け入れてより積極的な議決権の行使を行うことで、物言わぬ株主から「物言う株主」への変貌を遂げようとしているといえるの

ではないだろうか。

・コーポレートガバナンス・コードの内容と上場企業の対応

一方、コーポレートガバナンス・コードは上場会社に対して策定されたものである。企業統治に関する指針を示しており、5つの基本原則とそれに基づく原則及び補充原則で構成されている。基本原則の要約は以下の通りである。

基本原則1	株主の権利・平等性の確保
基本原則2	株主以外のステークホルダーとの適切な協働
基本原則3	適切な情報開示と透明性の確保
基本原則4	取締役会等の責務
基本原則5	株主との対話

コーポレートガバナンス・コードの特徴として、原則や補充原則によっては企業に基準等の策定を求めるだけでなく、その開示を求めるものがある、という点が挙げられる。

例えば、原則1-4は、政策保有株式に関し、「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する際には、政策保有に関する方針を開示すべきである」としており、政策保有株式の議決権行使についても、「適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである」としている。株式持合いや株の政策保有が日本企業で見られる理由には、敵対的買収への対策や、取引先企業の株を保有することでの関係強化などがあるが、企業は一般株主に対し、株の政策保有が合理的であることを説明しなければならない、ということになる。実際に、政策保有株に関しての自社基準を見直す動きが出てきている。

例えば、メガバンクをはじめとする銀行は、融資先の営業開拓の意味合いもあり、政策保有株を抱えているが、コーポレートガバナンス・コードを受けて、みずほ銀行やみずほ信託銀行を傘下に持つみずほフィナンシャルグループは、6月1日にコーポレート・ガバナンス体制の状況を記載した、コーポレート・ガバナンスに関する報告書を、メガバンクとしては初めて東京証券取引所に提出した。上場株式の政策保有について、「保有の意義が認められる場合を除き、保有しないことを基本方針とする」としている。また、保有の意義が認められる場合を、「取引先の成長性、将来性、もしくは再生等の観点や、現時点あるいは将来の採算性・収益性等の検証結果を踏まえ、取引先および当社グループの企業価値の維持・向上に資すると判断される場合」としている。

続いて三菱東京UFJ銀行や三菱UFJ信託銀行を傘下に持つ三菱UFJフィナンシャル・グループも、7月31日にコーポレートガバナンス報告書を公表した。みずほフィナンシャルグループと同様に、株の政策保有に関する方針を策定しているが、経済合理性が認められない場合に売却を検討する、と記載している点が特徴といえる。経済合理性の判断は、リスクに対して収益をどれだけ上げているのかを示す指標である総合取引RORA (Return on Risk-Weighted Assets) を用いるとし、目標値を下回った場合は採算改善を目指す、一定期間内に改善されない場合には売却を検討する、としている。

実際に銀行による政策保有株の売却が本格的に始まるまでにはもう少し時間がかかるかもしれないが、取引企業への単なる営業強化等を目的とした銀行の政策保有株は、今後減少していくと考えられる。また、銀行が採算性や収益等の基準を満たした企業の株式のみを政策的に保有する、との方針を掲げることによって、銀行自身の資本政策に好影響を与えるだけでなく、政策株式保有先の企業に採算性や収益等の改善を促すという効

果も期待できる。

また、原則 4-9 では、独立社外取締役の選定に関し、「独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することことに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである」としている。社外取締役を含む一部の役員に関しては、兼任状況の開示も求められており、補充原則 4-11②では「取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべきである」としている。独立社外取締役については人数についても述べられており、「2 名以上選任すべきである」（原則 4-8）としている。実際に各企業が新たに社外取締役を選任した、という報道も多いが、「独立」社外取締役とはどのような立場の人物が相応しいのだろうか。東京証券取引所は独立役員を、「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役」のことでありとし、また、「上場管理等に関するガイドライン」で独立性基準に抵触する場合を明示している。それによると、主要取引先の業務執行者、当該企業から役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント・会計士・弁護士、親会社や兄弟会社の業務執行者などは、独立性基準に抵触する。

東京証券取引所が 7 月 29 日に公表した調査結果によると、一部上場会社において、独立社外取締役を選任する企業の比率は 2015 年で 87.0%（2014 年は 61.4%）、2 名以上の独立社外取締役を選任する企業の比率は 2015 年で 48.4%（2014 年は 21.5%）となっており、上場企業がコーポレートガバナンス・コードを受け止め、独立社外取締役の選任を着実に進めていることが窺える。独立社外取締役については、富士通が日本初の女性宇宙飛行士の向井千秋氏を起用し、コンテンツサービスの日本エンタープライズがサッカーの元日本代表監督・岡田武史氏を起用するなど、話題性のある人選も目立つが、彼らには他分野・他業界からの目線からの発言・経営への関与が期待される。今後彼らが経営にどのような影響を与えるのか、注目したい。

冒頭でも述べたように、スチュワードシップ・コードもコーポレートガバナンス・コードにも法令ではないので、内容の遵守に関して法的拘束力はない。しかし、機関投資家や企業はこれに反応し、体制を整えている。コーポレートガバナンスの充実に向けて一步を踏み出しているといえるが、成果については、長い目でみて判断する必要があるかと思う。体制の整備だけに終わらず、実効的なコーポレートガバナンスにつながるかどうか、政府も含めた各主体が注視していく必要があるだろう。

以上

担当	丸紅経済研究所 エコノミスト・大津 智也	TEL: 03-3282-4019 E-mail: OTSU-T@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 丸紅ビル12階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

（注記）

- ・ 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・ 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・ 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。