

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会  
第四小委員会委員 北川哲雄

2015年9月9日ICGN (International Corporate Governance Network) 本部から会員向けにAdrian Cadbury卿がその前週に逝去した旨のレターが発信された。個人的に筆者(北川)は15年ほど前にお会いする機会があった。

その折「日本でも私の考え方が浸透する時が来ると確信しています。なぜなら静かな社会革命を推進する上で私どもの提案した様々な事項はどの国でも有効だからです。そして適宜見直されることにより強固なスタンダードにすることが肝要です」と言われたことが印象的であった。

言うまでもなく卿はコーポレートガバナンス・コードの父とも言える存在である。ソフトロー・アプローチによりComply or Explainという精妙な概念(92年)を生み出した賢人でもある。

そして20年後FRC (Financial Reporting Council) はComply or Explain—20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Codeという冊子を発刊した。

その同じ年にJohn Kay教授がThe Kay Review of UK Equity Markets and Long - Term Decision Making Final Reportを著している。英国株式市場の短期主義化(ショートターミズム)を憂いた。

偶然、筆者は12年夏から13年夏まで研究休暇(サバティカル)を取得しており、ロンドン

には頻繁に出向いており当時の非常に緊迫した議論のやりとりに接することができた。

そしてサバティカル中の関心テーマの一つは企業情報開示、特に「統合思考に基づく統合報告」とは何かの議論を自分なりに把握することでもあった。この動きも誠に活発であり、議論の成果が13年にInternational Integrated Reporting Framework (国際統合報告フレームワーク)に結実したことも記憶に新しい。

その当時、欧州企業の中で先進的な情報開示を行っている企業を研究し、インタビューしたが、例えば「取締役会の外部評価」のアンニュアルレポートにおける記載事項の詳細について質問しても企業の方々から真摯に答えていただいたことを記憶している。ガバナンスシステムの彼我の格差というものを体感したことを覚えている。

しかしサバティカル明けの13年秋ごろから今度は「日本」自体がホットな状況となってきた。この2年の間で起こったことは夢のように思える。

この数カ月をとってみても、金融庁により『コーポレートガバナンス・コード』が制定(15年6月)され、さらに世界有数の公的年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国連の「責任投資原則」(PRI; Principles for

## 特集

Responsible Investments) に署名 (15年9月) という大きな動きがあった。

これらの動きと『日本版スチュワードシップ・コード』(14年2月制定) と経済産業省による『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～報告書』(14年8月) の内容も含め検討してみると、株式市場におけるインベストメントチェーン全体に共通の理念の下、堅牢な強い絆が出来上がってきたかのように思える。

シンボリックな言葉としてよく指摘されるのは「長期的企業価値向上」(=「過度なショートターミズムの是正」)、「建設的な対話」、および「資本コストを意識した資本収益性の維持」である。それらに筆者はResponsible Investment (責任投資) およびResponsible Business (社会的責任を全うした事業の遂行) を付け加えたいと思う。

Responsible Investmentが今後、アセットマネジメントおよびアセットオーナーの基本理念であると受け止められれば、事業会社サイドもResponsible Businessをこれまで以上に推し進める必要が出てこよう。とすれば、資本市場にとってESG情報はこれまで以上に重要となる。幸か不幸かドイツの自動車メーカーやわが国のエレクトロニクスメーカーにおいてESGに絡み憂慮すべき問題が起きている。むしろこれらの問題を克服するためにも早急にESGリサーチ能力の充実が投資家に問われてくるのかもしれない。

さて、前置きが長くなってしまったが今月号の特集は以上述べた問題意識を基礎においている。短期間のうちに二つのコードが制定されたこと自体は海外各国に驚きをもって迎えられた。

しかしCadbury卿が述べたように「強固なスタンダード」にするためには適宜見直されることが肝要である。むしろCadbury卿が意図したところ

の成果は、インベストメントチェーンの構成者それぞれが崇高な理念を掲げ、絶えず実質的效果を自問し続けなければならないということにある。

様々なことがこれから論点となり得るであろうがその中で今回は4人の方々から玉稿を賜った。それぞれのご専門について深い分析・造詣を披露していただき、大変当誌の読者にとって意義深いものになっている。

**岩間論文「資産運用業界の役割と責任—コーポレートガバナンスの強化に向けて—**」は機関投資家がこれまでどのように長年この問題に対処してきたか、そして最近の動きにどう対処しているか、そして今後の課題は何かについて限られた紙面の中で過不足なく記されている。

機関投資家の中核的な機構の一つである日本投資顧問業協会は02年以降、議決権等行使指図についてアンケートを毎年実施しており、かつ11年には「コーポレートガバナンス研究会」を設置している。二つのコード制定の前に着実に調査・情報開示活動を充実させてきたことが分かる。

その上で、日本版スチュワードシップ・コードの原則7 (機関投資家における実力の具備) について非常に重い原則と受け止め、定期的にこの問題についてフォローアップしていくことを示唆している。

最初のフォローアップとして、既に署名企業に対するアンケートが14年10月に行われている。日本版スチュワードシップ・コードに基づく方針の策定については52%が「策定済」としており、日本株の投資残高ベースでは97%が「策定済」もしくは「策定中」となっている。ここでみる限り機関投資家の対応は非常にスピーディーにされていることが分かる。

「対話」についても「企業の中長期的な成長を

促す」という、コードの目的に沿った行動がなされつつある、と述べている。

一方で、コード策定後の最初の年としてはまずまずの結果とはいえ、今後に向けての様々な課題があることも示されている。

例えば、議決権行使結果の顧客への報告は充実してきているとしても欧米一部機関投資家における個別開示もアセットオーナーの意向によっては求められる時代が来るかもしれないことを示唆している。また英国での議論に関連し、コードに基づくエンゲージメント活動等につき、どの程度のリソースをかけるべきかという、重要な問題も提起している。

これらの問題を含め、日本投資顧問業協会は定期的にフォローを予定している。このようなアクティブな動きは今後も日本のガバナンスシステムの質向上の大きな推進力となろう。

**西山論文「上場企業への議決権行使状況と今後の注目点」**はますます関心の高まる議決権行使状況について15年度の結果と今後の着眼点について分析を行っている。

著者の問題提起で注目されるのは「二つのコードにおいて機関投資家と企業との間の目的をもった対話が重視されているため、議決権行使の位置付けが今後低下する」との見方に対する反論である。「対話を経た上で投じられた議案への賛否は形式、表面的なものではなく、議論を行った結果の意思決定であることから、むしろ議決権行使の重要性は高まることになる」と論じている。

15年度末にはかなりの数の上場企業の新装「コーポレートガバナンス報告書」が東証に提出され、機関投資家の目に触れることになる。これは当然「高質な対話」の一つの取り掛かりになるものである。これにより議決権行使の際の有力な判断材

料になることもあろう。すなわち、著者は別の角度からみれば議決権行使結果自体の意義を議論することがガバナンスを深く捉えることになるとも示唆している。賛成多数で会社提案議案が可決されたとしても一定以下である場合、機関投資家(株主)は対話の題材を与えられていることになるからだ。

具体的な15年度の行使動向については本文を参照していただくとして、非常に興味深かった分析を以下紹介する。

第一に、機関投資家の保有比率と買収防衛策に関する相関関係が高いことが改めて実証されている。第二に、「相当数の反対」水準についてどう考えるかである。これはコーポレートガバナンス・コードの補充原則の中に、ある議案につき相当数の反対議案があった場合に原因分析を行い示すことが企業側に求められているからである。それでは「相当数」とは何%かということは明記されていない。当論文においては「持ち合い比率」を調整しての「実質可決ライン」を提案している。

**高橋論文は「議決権行使助言会社に対する規制論の根拠と近年の展開」**について論じている。

わが国において議決権行使に当たり助言機関を活用する運用機関は、日本投資顧問業協会のアンケートによると13年時点において53%あり、その10年前の03年に比べると14%ポイント増えている。欧米先進国においても同じように利用が定着している。日本版スチュワードシップ・コードにおいて機関投資家自身による議決権行使が示唆されているが、高い投資リターンを獲得に対し迂遠な道ともされる議決権行使に費用を割くインセンティブが湧かないあるいは利用することにより(投資家自体の)利益相反リスクを冒さない、といったことも普及の一因かもしれない。

しかし助言業を代表するのは2社のみであるため寡占化が著しい。その点も含め様々な問題点が識者によって指摘されている。

例えば、助言会社の最近増加しているカスタマイズされた議決権行使に対する情報開示がないという問題をどう考えるか、対象会社への投資を伴わずして現実の議決権行使結果に与える影響が大きいという問題、参考にする機関投資家の意思形成過程に関わりを持つことにより助言会社が過誤やゆがみのある推奨を出した場合の悪影響、さらには助言会社が各会社の特性や固有の状況を考慮しないone-size-fits-allに陥るリスク、助言会社の子会社業務の利益相反問題、等である。

これらの状況に対し、各国における法的規制の議論状況が本論文では歴史的経緯も含め丁寧に論じられており大変興味深い。

実際の規制論には多様なアプローチがありその方向性は取れんしていない。助言会社が開示すべき事項について著者が「一般的に過ぎれば、規律の実効性は乏しいため、助言会社の現状に合わせて一定程度詳細な開示事項を定めるのが望ましいと思われる」と述べていることが印象的である。また、スチュワードシップ・コードの見直しに当たり助言会社に特化した規律事項が掲げられるべきことも示唆している。

最後の高山論文「取締役会評価の実際と課題」はコーポレートガバナンス・コードにおける補充原則4-11③に関連する論考である。

ここでは「取締役会評価の実施とその結果の開示」が求められることになった。コーポレートガバナンスを専門にしているアカデミックの方の文献も乏しく資本市場関係者にとってもなじみのないフィールドである。3月決算の場合15年12月までに東証に提出されることになる上場企業によ

る新様式による「コーポレートガバナンス報告書」において恐らくエクспレインの比率が高いと予想される項目である。

著者は今次のコード策定で当初耳目を集めたのは社外取締役であったが、それはグッドガバナンスのための必要条件であって、十分条件ではない、と指摘する。取締役会の実効性が当然考慮されなければならない。そこで取締役会評価はまさにその実効性との関連性が考えられて織り込まれた項目と推察されるのである。

それでは、既に制度がビルトインされている英国や米国では取締役会評価をどのように行っているかが注目されることになるが、その点について詳述されている。取締役会評価は自己評価と第三者による外部評価とに分かれるが、英国では3年ごとの外部評価が実施されている。

また日本における著者の体験した取締役会評価の事例が紹介され興味深い。評価される企業側のスタンス（評価を受ける目的）も様々であることが分かり興味深い。

また評価の結果の開示を投資家にどのように行うかの論考も興味深い。英国では評価プロセスについては開示要求されているが結果の開示については言及されていないからだ。開示についてはいろいろデリケートな問題を含んでいることが分かる。

以上、本特集においては機関投資家の対話力(実力)、議決権行使、議決権行使助言会社、取締役会評価につき鋭い識者に論じていただいた。読者はコーポレートガバナンス・コードを制定すること自体がガバナンスシステムの高度化・実効性の「最終目的地」ではなく、「序章」にすぎないことが分かるであろう。改めて鋭い問題提起を行っていただいた4人の寄稿者に感謝したい。