

コーポレート・ガバナンスを深化させるには ～対話の実効性と透明性の向上～



日本投資環境研究所 主任研究員

上田 亮子

1. はじめに

コーポレートガバナンス・コードおよびステークホルダーシップ・コードの定着により、投資家と企業とのエンゲージメント（建設的な対話）が実務に組み込まれつつある。企業の長期的価値の持続的成長を促進するためには、対話の実効性と透明性を高め、日本企業のコーポレート・ガバナンスを向上させることが求められる。

本稿では、コーポレート・ガバナンス向上の観点から、エンゲージメントおよび株主総

会の議決権行使に関する課題について、英国コードの取組みを参考に、今後の方向性と望ましい姿について検討したい。

2. 対話の内容

(1) 海外の機関投資家

英国の運用機関におけるエンゲージメントの議題に関するランキング調査（図表1）によれば、テーマ設定の重要性およびエンゲージメントで取り上げられる頻度とも、第一位が戦略、第二位が財務業績であった。

第三位以下は、取締役会議長やCEOのリーダーシップ、経営者報酬、取締役会の構造等のガバナンス問題が続く。英国では、ガバナンス問題は、戦略の遂行や業績に関わる問題として重視されている。

これに対して、環境問題（気候変動等）や社会問題等のESG問題に関する対話は、議題の重要性も対話で取り上げられる頻度も、相

〈目 次〉

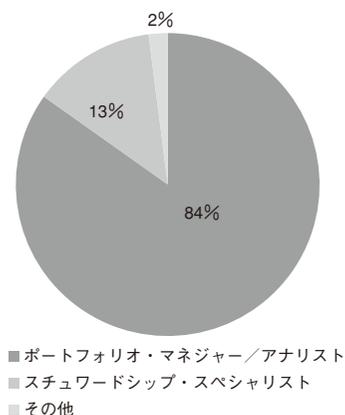
1. はじめに
2. 対話の内容
3. 株主総会における議決権行使を通じた対話
4. おわりに

(図表1) 英国の運用機関におけるエンゲージメントの議題に関するランキング

	議題の重要性	エンゲージメントで取り上げられる頻度
戦略	1	1
財務業績	2	2
資本配分	3	5
取締役会議長・CEOのリーダーシップ	4	4
経営者報酬	5	3
取締役会の構造（ダイバーシティ等）	6	6
文化	7	8
環境問題（気候変動等）	8	7
監査と報告	9	9
競争	10	11
人材投資	11	12
社会問題	12	10

(出所) The Investment Association, “Stewardship in Practice” (2018.11), Table 2 より筆者作成

(図表2) 英国の運用機関内のスチュワードシップ活動の実施主体



(出所) The Investment Association, “Stewardship in Practice” (2018.11), Figure 3 より筆者作成

対的に低くなっている。

スチュワードシップ活動の担い手については、84%はポートフォリオ・マネジャーあるいはアナリストが担当し、13%はスチュワードシップ・スペシャリストが担当する（図表2）。エンゲージメントの議題の上位にある戦略、財務業績等は、投資判断の重要な要素

であるため、ポートフォリオ・マネジャーやアナリスト等の運用担当者がエンゲージメントを担当している比率が高いと推測される。

スチュワードシップ・スペシャリストは、ESGスペシャリスト等と呼ばれることもあり、議決権行使を担当する場合も多い。投資判断は行わないが、既に保有している株式等

(図表3) 日本の運用機関におけるエンゲージメントの議題

	議題として重視すべき事項		投資先企業と議論した事項	
	割合	順位	割合	順位
ガバナンス体制（取締役会構成や資本構造を含む）	65.0%	(1位)	65.0%	(2位)
企業戦略（除く株主還元策）	63.1%	(2位)	73.8%	(1位)
企業業績及び長期見通し	35.0%	(3位)	58.3%	(3位)
株主還元策	22.3%	(4位)	53.4%	(4位)
社会・環境問題	22.3%	(4位)	39.8%	(6位)
取締役・取締役会の資質	13.6%	(6位)	34.0%	(9位)
企業活動全般	11.7%	(7位)	35.0%	(7位)
リスク要因（社会・環境問題に関連するリスクを除く）	10.7%	(8位)	41.7%	(5位)
その他	10.7%	(9位)	22.3%	(18位)
情報開示	9.7%	(10位)	31.1%	(11位)
社外取締役の有無及び役割	7.8%	(11位)	35.0%	(8位)
企業文化（カルチャー）	6.8%	(13位)	32.0%	(10位)
取締役報酬の水準・報酬の決め方	6.8%	(12位)	23.3%	(16位)
取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	2.9%	(14位)	23.3%	(17位)
監査役・監査役会の有無及び役割	2.9%	(15位)	15.5%	(19位)
企業買収（M&A）	1.9%	(17位)	31.1%	(12位)
社外取締役または社外監査役の独立性	1.9%	(18位)	28.2%	(13位)
経営者の後継問題	1.9%	(16位)	26.2%	(14位)
企業価値向上に向けた取締役会の評価	1.9%	(19位)	24.3%	(15位)
監査の状況	0.0%	(20位)	10.7%	(20位)

(注) 日本投資顧問協会「日本版ステュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第6回）の結果について」（2019年10月実施分）設問3-14、3-15より筆者作成

についてのエンゲージメント活動を専門に担当する。ESG等のサステナビリティの問題は、ステュワードシップ・スペシャリストやESGスペシャリスト等のエンゲージメント担当者が対応する機会が多いが、投資先企業の戦略や業績に対してESG問題が影響を与える場合には、ポートフォリオ・マネジャーやアナリストの関心も高くなる。

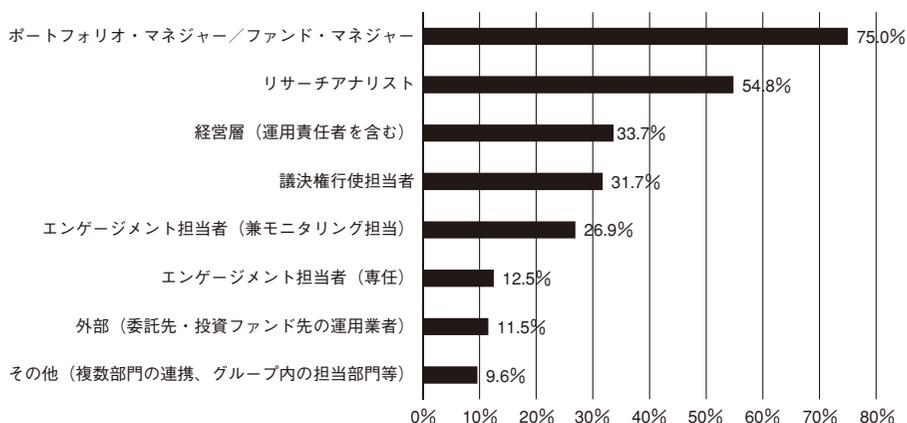
(2) 日本の機関投資家

日本の運用機関において、投資先企業とのエンゲージメントの議題として重視する事項は、ガバナンス体制（取締役会構成や資本構

造を含む）が最も多く、企業戦略（除く株主還元策）、企業業績及び長期見通し、と続く（図表3）。これに対して、実際のエンゲージメントにおいて投資先企業と議論した事項は、企業戦略（除く株主還元策）、ガバナンス体制（取締役会構成や資本構造を含む）、企業業績及び長期見通し、の順になっている。実際の対話の場面では、中長期の企業価値に関連するテーマが取り上げられており、企業価値を生む基盤となるガバナンス体制についても課題とされることが多い。

社会・環境問題については、議題として重視すべきと回答した運用機関は22.3%で第4

(図表 4) 日本の運用機関におけるエンゲージメントの実施主体



(出所) 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第6回）の結果について」（2019年10月実施分）設問3-⑦（複数回答）より筆者作成

位であるが、投資先企業と議論したとの回答は39.8%第6位となっている。社会問題及び環境問題をテーマとした議論は、発展過程にあるといえよう。

日本の運用機関では、戦略や財務、業績については、主に、ポートフォリオ・マネジャー、ファンド・マネジャーあるいはアナリスト等の投資判断を行う立場の者が、企業とのエンゲージメントを担当する人が多い（図表4）。これらの要素は、投資判断に直接関連することから、運用担当者が伝統的に対応してきた分野である。最近では、環境、社会、ガバナンスに関連するESG問題についても、考慮されるようになってきている。ESG問題が投資先企業の事業環境に与える影響が高まり、戦略や業績に対して中長期のリスクおよび機会に関連する要素となっていることから、投資判断の一環として認識されている。

これに対して、気候変動等の個別論点を含む広範かつ深いESG問題への対応や議決権行使については、スチュワードシップ・スペシャリストやESGスペシャリスト等のエンゲージメント担当者が対応するケースが多い。このようなスチュワードシップ活動を専従で担うエンゲージメント担当者は、パッシブ運用の場合のエンゲージメントのほか、アクティブ運用においてもポートフォリオ・マネジャーあるいはアナリスト等の運用担当者とは別個に投資先企業とのエンゲージメントを実施する場合もある。

エンゲージメント担当者による対話の有効性を高めるためには、機関投資家内部で運用担当者とエンゲージメント担当との対話を行い、情報や意見の共有を進めて、対話の成果を投資プロセスに有機的に組込む「インテグレーション（統合）」が重要である。

(図表5) 英国スチュワードシップ・コード改訂案

原則

E. 署名機関は、スチュワードシップと投資アプローチを統合し、気候変動等の重要なESG要素をどのように考慮するかを明示しなければならない。

条項

	アセットオーナー	アセットマネジャー
11.	署名機関は、自らが出す投資およびスチュワードシップのマンデートが、受益者の投資タイムホライズンを適切に反映するようにし、どのようにESG問題が考慮されているかを明示するべきである。	署名機関は、投資およびスチュワードシップ活動が、顧客の投資タイムホライズンと一致させるべきであり、組織としてどのようにESG問題を考慮するかを明示するべきである。

(出所) FRC, “Proposed Revision to the UK Stewardship Code, Annex A – Revised UK Stewardship Code” (2019.1) より筆者抄訳

(3) サステナビリティに関するエンゲージメント

① 英国における投資プロセスにおけるサステナビリティの考慮の義務付け

英国においては、2019年12月にスチュワードシップ・コードが改訂された。欧州で先行していたサステナビリティに関しては、英国コードにおいても明確化された。改訂のための諮問文書によれば^(注1)、スチュワードシップとは、「受益者、経済および社会に対するサステナブルな価値を創出するための、機関投資家の業界全体を通じた、資本の責任ある分配と管理である」と定義し、サステナビリティの位置づけが高まっている。投資アプローチに関して、署名機関は、スチュワードシップ責任を果たすうえで、気候変動を含む重要なESG要素を考慮することが求められる。また、受益者の投資ホライズンに合致するスチュワードシップおよび投資判断に対して、積極的に関与することを求めている^(注2)。

他方では、サステナビリティへの配慮を含むスチュワードシップの再定義に対しては、

懐疑的な見方もある^(注3)。特に、コードにおけるスチュワードシップの対象となる範囲が拡大し、受益者のみならず、経済および社会に対する責務が生じたことに対しては、リターンの追求を目指す運用担当者からは懸念が持たれている。サステナビリティ問題に対する機関投資家の対応については、英国においても意見が統一されていないといえよう。

② 改訂版コードにおけるサステナビリティの考慮

日本版スチュワードシップ・コードの改訂においても、グローバルな経済活動におけるサステナビリティへの配慮が求められるようになってきていること、我が国企業の資金調達においても取組みが進められていることを背景に、サステナビリティを「ESG要素を含む中長期的な持続可能性」と定義し、機関投資家が考慮するよう求める。これを踏まえて、「スチュワードシップ責任」の定義については、機関投資家のエンゲージメントに関して、「投資先企業やその事業環境等に対する深い理解」に加えて、「運用戦略に応じたサステナ

(図表6) 改訂版コードにおけるサステナビリティの考慮

「スチュワードシップ責任」

本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任

指針1-2. 第2パラグラフ

その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行ったうえで当該方針（筆者注：スチュワードシップ責任を果たすための方針）において明確に示すべきである。

指針4-2.

機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくものとなるよう意識すべきである。

(出所) 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（案）」(2019年12月20日)

リティ（ESG要素を含む中長期的な持続的可能性）の考慮」も必要であるとする。

このような前提を踏まえて、原則1で定めるスチュワードシップ方針については、「運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行ったうえで当該方針において明確に示すべきである」と定める。ESG要素を含むサステナビリティに関するエンゲージメントの課題としては、これが投資先企業の中長期的な価値向上あるいは投資判断とかい離し、それ自体が目的化している場合がある。機関投資家サイドにおいても、投資リターンを追求する運用者と、サステナビリティを追求するESG・サステナビリティ等エンゲージメント担当者との間に、意見の齟齬や情報共有の欠如がみられることもある。これは、企業から見ると、同一投資家との間の対話が複数ルートで重複して行われることにもなり、場合によっては企業価値とサステナビリティの向上

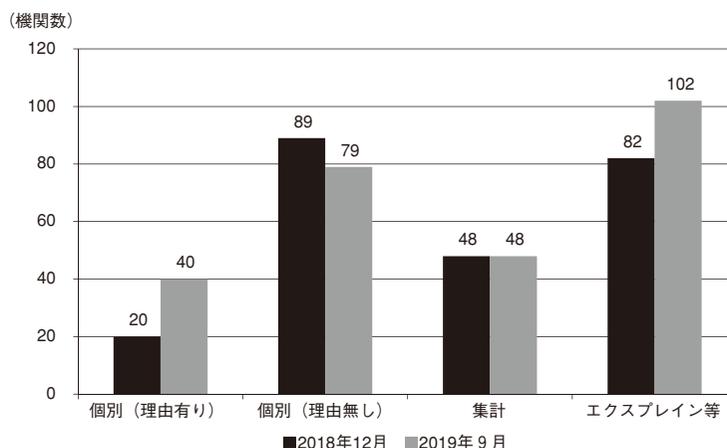
において企業側に混乱をもたらす要因ともなりうる。そのため、機関投資家がサステナビリティについてどのように考慮しているかを検討するうえでは、運用プロセスにこれをどのように組み込んでいるかという「インテグレーション」の在り方が重要である。

3. 株主総会における議決権行使を通じた対話

(1) 機関投資家による議決権行使結果の公表

2017年に改訂された、日本版スチュワードシップ・コード指針5-3. は、「機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、

(図表7) 運用機関の議決権行使に関する賛否理由の説明



(出所) 金融庁「スチュワードシップ・コードをめぐる状況と論点等について」(「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(令和元年度第1回))資料3 (2019年10月2日) 参照

議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。(以下略)」と定める。これを支援する動きとして、GPIF等の公的年金が運用機関に対して、コードに基づいた議決権行使結果の開示を要請した。

議決権行使に関する情報開示の強化は、企業と投資家とのエンゲージメントの基盤となるものである。企業は、株主総会の議決権行使状況や賛否比率を強く意識していることから、運用機関の議決権行使結果およびその理由の開示に対する期待は高い。そのため、我が国の主要な運用機関は、議決権行使結果の個別開示を行い、賛否理由の開示についても取り組みを進めているところである。

図表7によれば、議決権行使の賛否理由の公表は、2018年12月末には20機関に過ぎなかったが、2019年9月には40機関にまで増加し、スチュワードシップ・コードに基づく実務と

して定着しつつあると言えよう。

(2) 株主総会における反対票が20%を超える場合の対応

株主からの役員報酬や取締役の資質に対する問題意識が高まるにつれて、特に、報酬および取締役会に関連する議案については、コーポレート・ガバナンス問題の中心課題として、議決権行使も精緻かつ厳格に行われている。

このような背景から、英国においても、株主総会における反対票も高まり(図表8)、否決される議案もある(図表9)。このような株主の意見に対しては、会社が真摯に向き合い、より良いコーポレート・ガバナンスの確立のために取り組むことが求められる。

そのため、英国の2020年改訂コーポレートガバナンス・コードの条項4では、株主総会決議において、取締役会の提案に対して20%

(図表 8) FTSE350企業の株主総会における反対票が高い議案と会社の対応

議案内容	20%超の反対票を受けた議案数			
	2019	2018	2017	2016
監査および報告	2	1	4	2
取締役の選任	31	56	25	13
新株発行および新株予約権	18	23	26	11
報酬 (方針)	8	22	28	9
報酬 (報告書)	30	32	30	26
株主の権利	1	8	5	5
政治活動	3	2	2	1
合計	93	144	120	67

(出所) FRC, “Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code” (2017.12) Table 3, “Annual Review of Corporate Governance and Reporting 2017/2018” (2018.10) Table E, “Annual Review of the UK Corporate Governance Code” (2020.1) Table Dより筆者作成

(図表 9) FTSE350企業の株主総会で否決された議案

議案内容	2018	2017	2016
監査および報告	1	—	—
取締役の選任	1	—	1
新株発行および新株予約権	—	1	2
報酬 (方針)	3	2	1
報酬 (報告書)	3	3	2
株主の権利	2	1	1
政治活動	—	—	—
合計	10	7	7

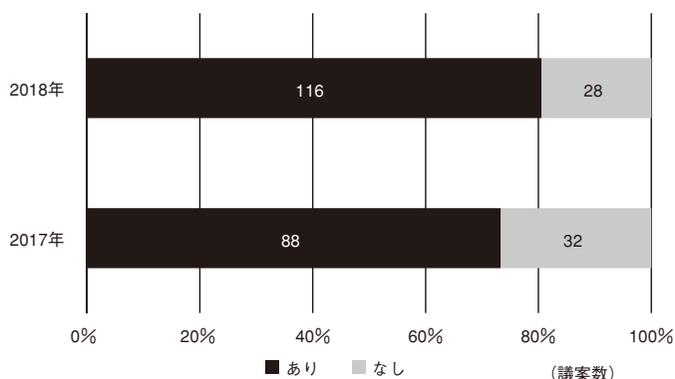
(出所) FRC, “Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code” (2017.12) Table 3, “Annual Review of Corporate Governance and Reporting 2017/2018” (2018.10) Table Eより筆者作成

を超える反対票が投じられた場合に会社がとるべき対応について定めている。従来は、「かなりの多数の反対票」という表現であったが、今回の改訂で、20%という基準を明確にした。

具体的には、会社提案の総会議案に対して20%を超える反対票が投じられた場合には、「会社は、決議結果を公表する場合に、そのような結果の背景にある理由を理解する目的で、株主の意見を聞くために、どのような行動をとろうとしているかについて説明しなけ

ればならない」と定める。このようなフォローアップの期間についても定められ、「株主からの意見のアップデートおよび取られた行動について、株主総会后6か月以内に公表されるべきである。その後、取締役会は、年次報告書に最終的な概要を記載するべきである」とする。また、翌年の株主総会において、その取組みの効果が反映されるように、「もし適用可能であれば、次回の株主総会における決議事項の説明において、そのフィードバック

(図表10) FTSE350企業における反対票が20%超の場合の情報提供の有無



(出所) FRC, “Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code” (2017.12) Table 3, “Annual Review of Corporate Governance and Reporting 2017/2018” (2018.10) Table Eより筆者作成

クが取締役会の意思決定や行動、今回提案されている議案に対して与えた影響について記載すべきである」とする。このようなコード改訂を受けて、英国企業における議案否決に関する情報開示は進展しつつある(図表10)。

我が国においても、スチュワードシップ・コードを受入れた機関投資家による議決権行使が活発化し、株主総会結果に対する影響も少なくない。図表11によれば、東証一部上場会社においては、議案全体の2.9%において反対率が20%以上となっている。なかでも、取締役選任議案に対する反対が多い。そのため、英国コーポレートガバナンス・コードにおける反対率が高い場合の対応は、我が国においても参考になると考えられる。

4. おわりに

我が国では、2020年の株主総会シーズンに

向けて、スチュワードシップ・コードが改訂される。エンゲージメントの質と議決権行使の透明性を高めることが一層求められるようになる。

株主総会の議決権行使は、スチュワードシップ・コードにおける企業と投資家との対話の柱であるとともに、企業のコーポレート・ガバナンスに直接の大きな影響を与えることができるエンゲージメント手段でもある。そのため、企業サイドからは、運用機関の議決権行使の状況に対して、より実質的な判断と詳細な情報提供が求められている。

スチュワードシップ・コードの改訂と発展を通じて、企業と投資家との対話が高度化され、コーポレート・ガバナンスが深化するとともに、中長期的での企業価値の持続的成長が促進されることが期待される。

(図表11) 反対率が20%以上の議案 (株主提案を除く)

議案名	議案数
剰余金処分	6
定款一部変更	6
取締役選任 (社内)	213
取締役選任 (社外)	160
監査役選任 (社外)	123
補欠取締役選任 (社外)	4
補欠監査役選任 (社外)	28
役員報酬額改定	13
退職慰労金支給	39
役員賞与支給	3
新株予約権発行	5
買収防衛策導入	54
その他会社提案	1
合計 (全議案 (22,473議案) に占める割合)	655 (2.9%)

(出所) 日本投資環境研究所

(対象) 東証一部上場会社 (2018年4月～2019年3月決算期にかかる株主総会)

〔参考資料・文献〕

- ・金融庁パブリック・コメント「スチュワードシップ・コードの改訂案について」『責任ある機関投資家の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (案)』(2019)
- ・日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート (第6回) の結果について」(2019)
- ・FRC, “Annual Review of Corporate Governance and Reporting 2017/2018” (2018)
- ・FRC, “Annual Review of the UK Corporate Governance Code” (2020)
- ・FRC, “Proposed Revision to the UK Stewardship Code” (2019)
- ・FRC, “Proposed Revision to the UK Stewardship Code, Annex A – Revised UK Stewardship Code” (2019)
- ・The Investment Association, “Stewardship in Practice” (2018)

(注1) FRC, “Proposed Revision to the UK Stewardship Code, Annex A – Revised UK Stewardship Code” (2019.1)

(注2) 前掲注3、4参照。

(注3) また、スチュワードシップ活動について諮問文書は、「資産およびサービス・プロバイダーの監視、発行体とのエンゲージメント、重要課題に関して発行体の責任を問うこと、およびこれらの活動の成果に関する報告の公表が含まれる」と述べる。ESG問題に対する取組みと並んで、活動の成果に関する報告の公表 (スチュワードシップ・アクティビティ・レポート) についても、反対意見が根強い。

