

コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・ コード、顧客本位の業務運営原則 ～三位一体の日本市場改革



令和3年12月1日
株式会社資本市場研究所きずな

CGコード及びSSコードの概要とその推移

コーポレートガバナンスは、経営者が企業価値の向上に努め、株主に対して最大限の利益の還元を目的とすべきという考え方が中核を為しているが、不正会計や不法行為など不祥事を防止し、効率的な経営を進める為のものでもある。

日本においては、商法改正で2003年4月施行の委員会設置会社(2014年6月以降は指名委員会等設置会社)や2008年4月以降適用されている財務報告にかかる内部統制報告制度(J-SOX)などのガバナンス強化の取組みがあった。

2014年6月公表の政府の日本再興戦略においては、「コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する」として、機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則(日本版スチュワードシップコード(以下、SSコード))導入が決定され、2015年6月の「日本再興戦略」改訂2014では、コーポレートガバナンス強化として

コーポレートガバナンス・コード(以下、CGコード)の策定が決定された。これを受けて、SSコードとCGコードは次の様に取り組みされている。

【SSコード】

2014年2月に公表された制度の概要は、①「基本方針」の策定・公表②「利益相反」の管理③投資先企業の状況把握④対話を通じた投資先企業と認識を共有、問題改善への努力⑤「議決権行使」方針と結果の公表⑥顧客・受益者に対して定期的報告⑦投資先企業に関する深い理解、となっている。

2017年5月には、運用機関におけるガバナンス・利益相反管理の強化等を促すとともに、年金基金等のアセットオーナーの役割を明確化した改訂が行われている。

更に、2020年3月の再改定においては、コード⑦に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)の考慮が追加され、新たに議決権行使助言会社など機関投資家向けサービス提供者も対象となり、コード⑧として機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・

チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきとの項目も新設された。

【CGコード】

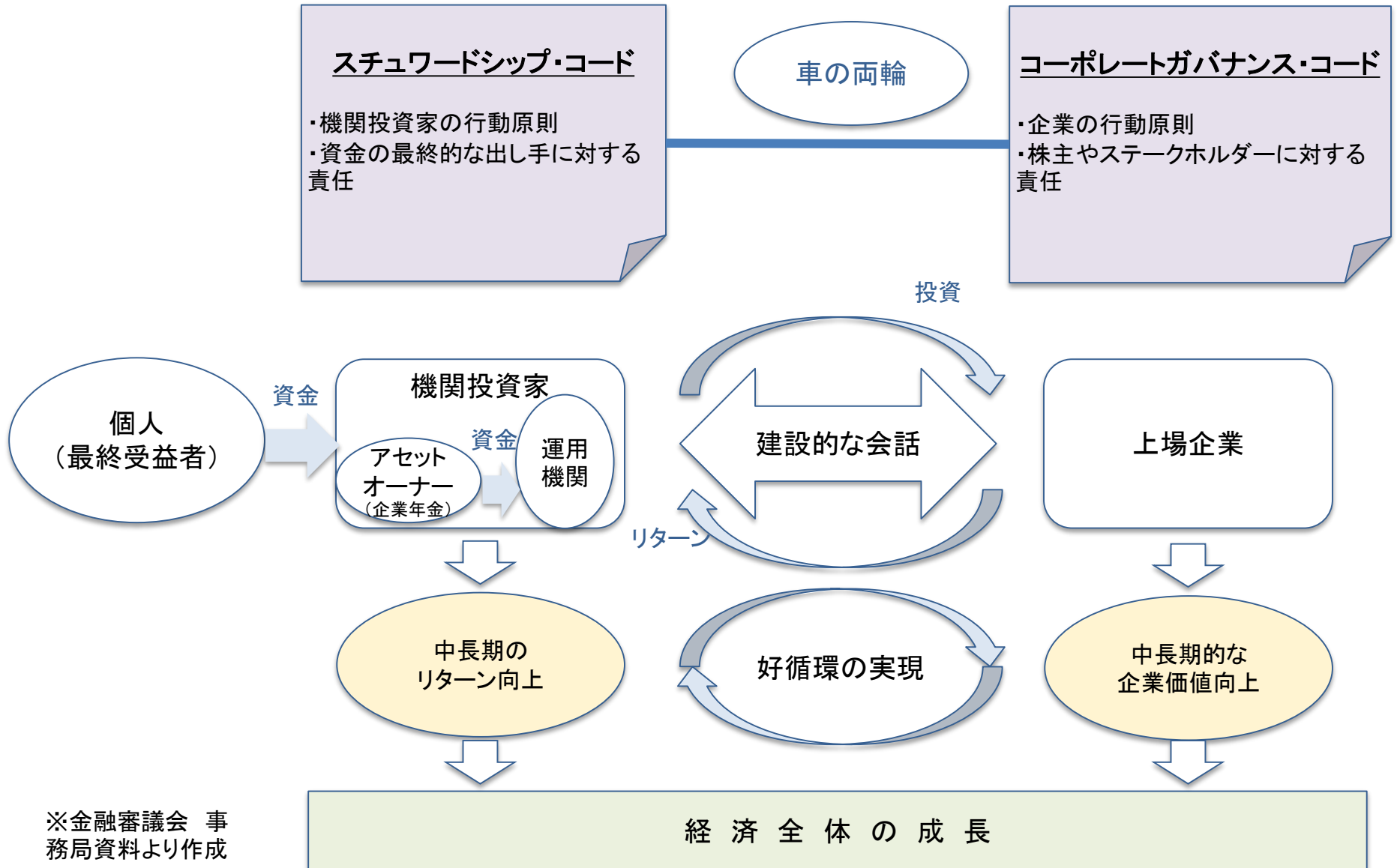
2015年6月から適用開始された制度の概要では、取締役会等の役割として①企業戦略等の大きな方向性を示すこと②経営陣の適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと③独立した客観的な立場から実効性の高い監督を行うこと、株式の政策保有については経済合理性の検証に基づく合理性の証明を行うこと、社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保や社会・環境問題などの課題に対応すること、などとなっている。

2018年3月の改正では、政策保有株式の経済合理性検証等やCEOの育成計画・解任手続き、役員報酬の決定方式、資本コストの的確な把握、事業ポートフォリオ見直しなどの箇所が強化され、企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮が新たに加えられた。

2021年6月の再改定においては、東証の市場区分変更におけるプライム市場が強く意識され、機関投資家向け議決権電子行使プラットフォームの利用、英文開示、自社の

サステナビリティについての取組みの開示、過半数以上の独立社外取締役選任などがプライム市場上場企業のあるべき取組みとして強化され、多様性を確保する為の人材採用・育成の方針等の開示や少数株主の利益保護の為のガバナンス整備・内部監査機能の活用強化などの項目も新たに加えられた。

SSコードとCGコードの相関図



CGコードを取り巻く環境と 建設的な会話促進に向けた動き

2015年から始まったCGコード適用の影響について見ていきたい。

まず、各投資家の日本株保有比率の変化(2014年度から2020年度)までについては、海外投資家が全体の30%前後を占めている状況に余り変化は見られない。個人は、17.3%から16.8%と若干減少している。変化が大きかったのは、投資信託で4.8%から9.7%へと倍増している。また、持合い解消の影響で、都銀・地銀等が3.7%から2.7%へ、事業法人等が21.3%から20.4%へ減少している。(東証、株式分布状況調査より)

日本企業がどう変わったかということについては、個別にはコーポレートガバナンス改革が進んで資本効率が上がり収益性が向上したものがあるが、全体としてはまだそれほど大きな変化を起こしていない。例えば、下の左上図は日米欧の主要企業500社について主な財務指標を比較

したもののだが、特に売上高利益率では国際比較で大きく劣っている状況(2014年7.4%→2019年8.5%)は余り改善していないし、株主資本が多いので結果としてROEも欧米企業との差が大きい。また、必要以上の現預金を保有する傾向が強いことが指摘されているが、これは新型コロナ禍の影響もあって、利益が落ち込む中でも現預金保有は大きく増加してる。

上場企業におけるガバナンス強化の為の取組みについてはある程度進んでいて、東証1部上場企業においては、独立社外取締役を1/3以上選任する企業数は72.8%(JPX400企業では87.0%)までに増加している。また、女性役員の選任も役員全体の6.2%まで上昇してきているが、米国の28.2%、ドイツの36.3%(2020年OECD調査)に比べ大きな差がある。投資家への利益還元については、配当金や配当性向引上げの動きが強まっており、東証上場企業の配当総額は、2014年度の7.6兆円から2020年度は11.4兆円に増加しており、自己株取得枠の設定金額も2014年度の3兆円程度から2019年度には8兆円近くまで大きく増えていた。

一方、2018年のCGコード改訂に合わせるかたちで、企業と機関投資家の建設的会話の実効性を高めるために「投資家と企業の対話ガイドライン」(金融庁)が2018年6月に策定された。

各ポイントについては、①経営環境の変化に対応した経営判断:事業ポートフォリオの見直しなどの経営判断と方針の明確化、資本コストの的確な把握②投資戦略・財務管理の方針:戦略的・計画的な設備投資・研究開発投資・人材投資等の実施、手元資金の活用を含めた適切な財務管理の方針の策定・運用③CEOの選解任・取締役会の機能発揮等:CEO選任プロセスの確立、取締役会の多様性の確保④政策保有株:保有目的や便益・リスクの検証と方針の明確化⑤アセットオーナー:自社企業年金の運用に関し、資質のある人材を計画的に登用・配置。などがあげられている。

また、2021年のCGコード再改定とともに同ガイドラインも改訂され、①については、ESGやSDGsに対する社会的要請・関心の高まりやデジタルトランスフォーメーションの進展、サイバーセキュリティ対応の必要性、サプライチェーン全体での公正・適正な取引の必要性③では、監査の

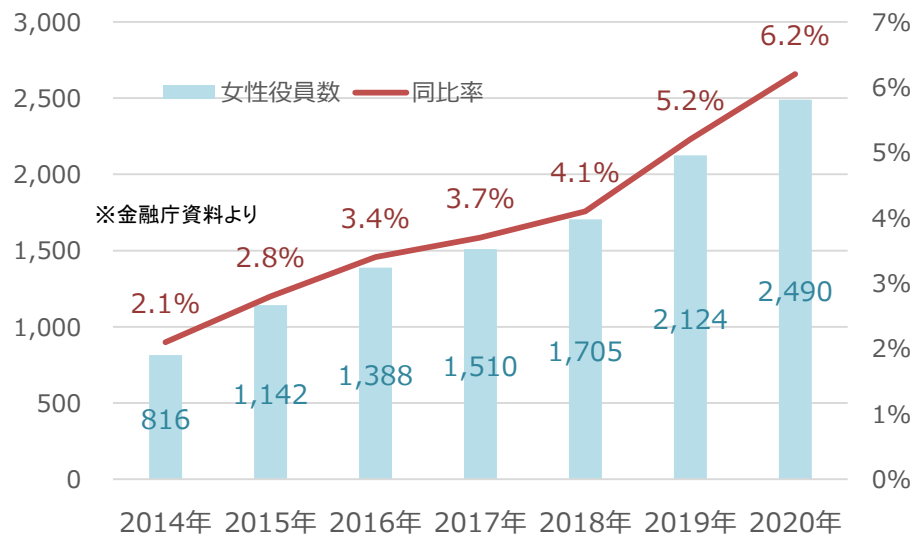
信頼性の確保・実効性のあるリスク管理の在り方として外部監査人との協議や内部通報制度の実効性確保④はガバナンス上の個別課題と修正されて、株主総会の運営強化に関する事項⑤では株主と企業の対話充実などが新たに追加されている。

各国主要企業の主な財務指標(2019年)

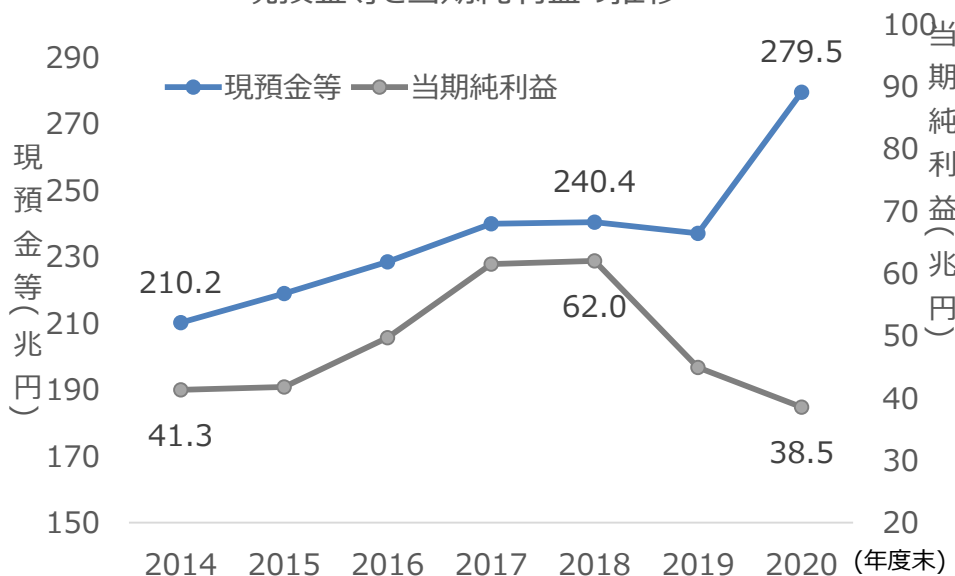
	売上高純利益率	総資産回転率	レバレッジ	ROE
	(純利益/売上高 =①)	(売上高/総資 産=②)	(総資産/株主 資本=③)	(①*②*③)
日本	8.5%	80.3%	3.9	10.1%
米国	15.4%	66.0%	4.4	30.8%
欧州	19.1%	57.9%	6.00	17.5%

※金融庁資料より

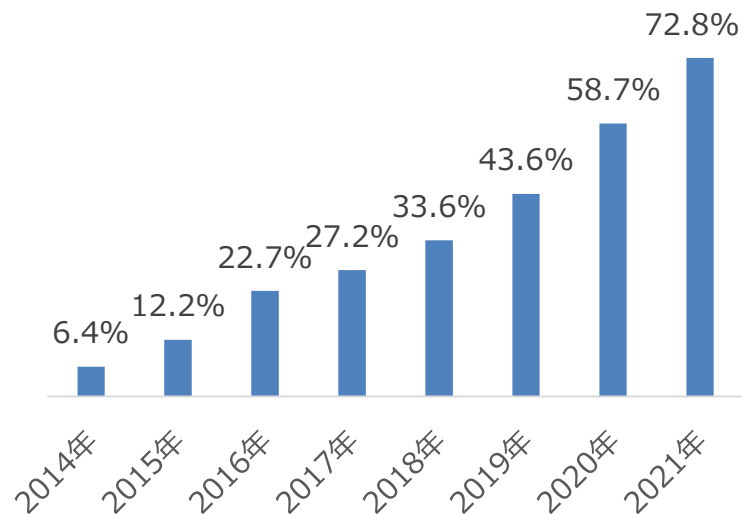
上場企業の女性役員数の推移



現預金等と当期純利益の推移



独立社外取締役を1/3以上選任する企業比率推移(東証1部)



※法人企業統計より当社作成

※東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況」より当社作成

顧客本位の業務運営原則の強化と SSコードの関係について

一方、金融事業者が顧客本位の良質な商品・サービス提供を競い合うように促すべく、2017年3月「顧客本位の業務運営に関する原則」(以下、FD原則)が公表された。

そのFD原則の枠組みは、①顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等②顧客の最善の利益追求③利益相反の適切な管理④手数料等の明確化⑤重要な情報の分かりやすい提供⑥顧客にふさわしいサービスの適用⑦従業員に対する適切な動機づけ取組み等、となっており、金融庁は取組みの見える化を計るために、取組方針・KPIなどの公表を求めた。

更に投資信託の販売会社における比較可能な共通KPIとして、2018年6月には運用損益別顧客比率、投資信託預り残高上位20銘柄のコスト・リターンとリスク・リターンの3指標を公表している。

また、2021年1月のFD原則改定においては、③の重要情報には、金融商品の組成に携わる金融事業者が販売対象として想定する顧客属性や、同種の商品の内容とそれを比較することが容易となるように配意した資料(新たに

定める重要情報シートの利用)などが追加され、⑥の注記には顧客の資産内容に応じた投資提案や他商品との比較、適切なフォローアップが加わった。

更に、FD原則を浸透・定着させる為に、金融庁は2021年4月にFD原則②から⑦までの取組方針等における記載内容との原則の対応関係について、金融事業者に対して報告を求めている。

金融事業者の取組状況では、2021年9月10日時点で金融機関が121、保険会社が219、金融商品取引業152(第一種は65、投資運用は67、投資助言は8、金融商品仲介業は12)がFD原則の取組み方針を公表している。

FD原則とSSコードの関係については、SSコードの受入れを表明している316のうち、投信・投資顧問会社等(投資運用業や投資助言業)が202、生命保険・損保会社が24となっている。

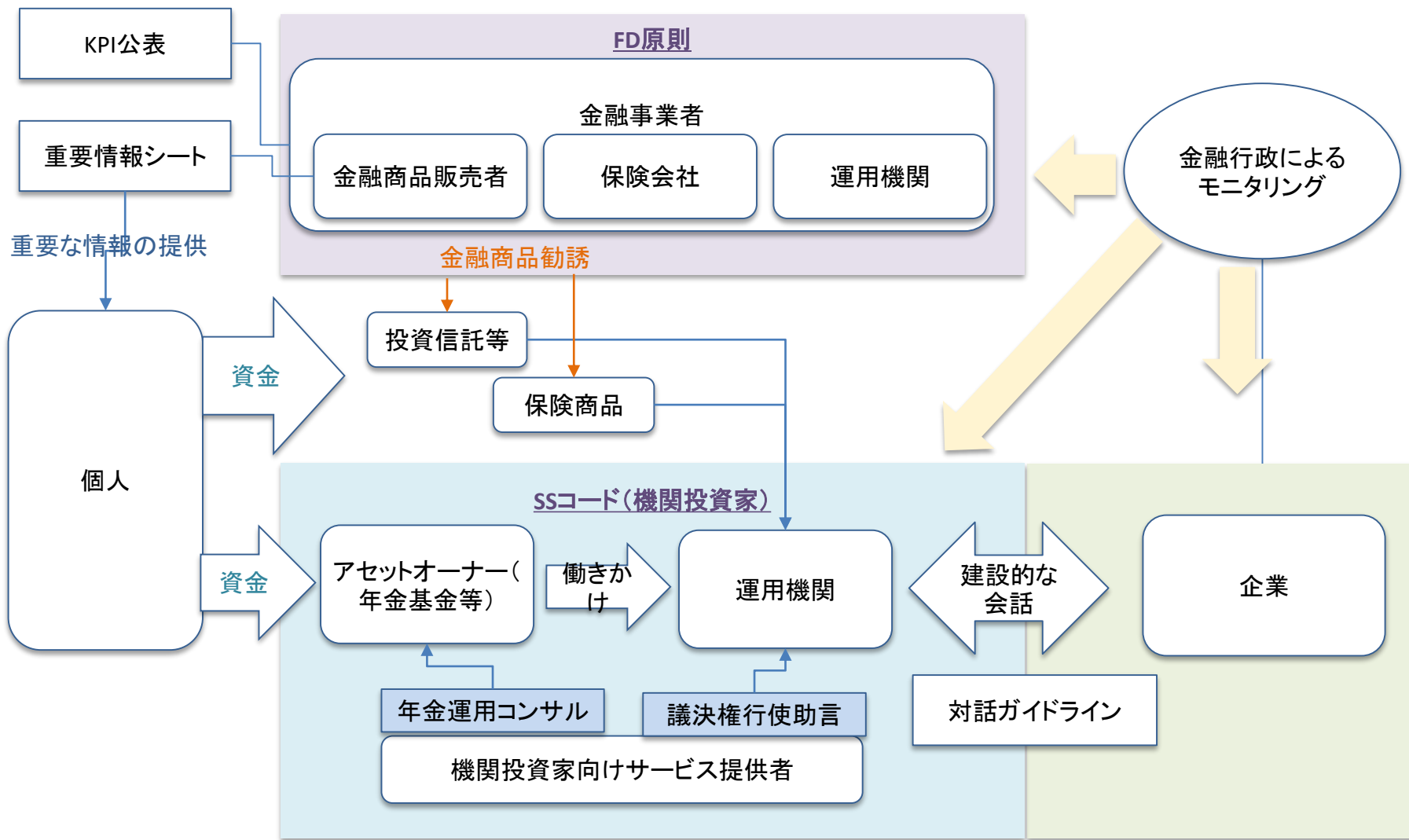
2020年のSSコード再改定で強化されているポイントとしては、スチュワードシップ活動全体に係わる点では、①「

中長期的な企業価値向上」という目的の意識②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③債券等を保有する機関投資家へのコード適用、などが強調されていた。また、運用機関については建設的な対話の推進に向けた情報提供の充実を求め、アセットオーナーについては規模や能力等に応じてスチュワードシップ活動を行うべきとした。更に、新たに対象に加えられた議決権行使助言会社については、助言の正確性や透明性を確保するために、人的・組織的体制を充実し、助言策定プロセスの透明性の確保や企業との積極的な意見交換を求め、年金運用コンサルタントについては、利益相反の管理を行うべきとした。

CGコードやSSコードに加えFD原則の一連の取組みをみると、インベストメントチェーン(顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ)が強く意識されている。投資信託などの投資商品を組成するのは投資運用業者や投資助言業者であり、主に金融商品販売者を通じて金融商品・サービスを個人に提供している。また、個人からみるとより長期の投資ともなる保険商品については、保険会社が販売者ともなり、運用機関でもある。よって、SSコードと

FD原則の関係も密接に繋がっていると見ることが出来る。

FD原則とSSコードの関係について



2つのコードとFD原則は何を変えていくか

CGコードやSSコード、FD原則への取組みが今後進んでいくことで、どの様な変化が起きるか考えたい。

勿論、これらの一連の改革が日本企業の企業価値向上や投資家のリターン向上を中長期で目指すものであることは変わらないが、先ず2022年4月に予定されている東京証券取引所の新市場区分によりプライム市場では上場企業に対してCGコードの課題へのより高度な取組みが求められている。その為、来年度に向けて上場企業のコーポレートガバナンス強化に向けた具体的な動向が注目される。

短期的事項としては、配当性向の上昇や自社株取得枠の設定などでの株主への利益配分の増加傾向が強まりそうである。経済的効果が明確に説明できない株式持合い解消も更に進むだろう。株主総会運営についても、電磁的方法による議決権行使や、株主総会資料の電子提供制度(改正会社法)の導入などで、電子化対応が一段と進展する。中長期事項では、ダイバーシティ(女性・外国人取締役や女性管理職など)や資本コスト・環境対応などを意識した

経営戦略などはCGコードを意識されたものが増えてくるだろう。また、SSコードにより機関投資家との建設的な会話も促進されるが、いずれにしても、株主・投資家への情報発信量の増加が見込まれる。

一方、SSコードに対応する運用機関としての投資運用・投資助言業者は、顧客・受益者の利益を第一として行動(売買及び議決権行使)することが求められている。投資する企業の議決権行使については、議決権行使方針と個別の投資先企業の議案毎の行使結果を公表しなければならないが、CGコード強化によって増えている企業からの情報発信を適切に分析した上で行動する必要がある。

その為、議決権行使助言会社の補助的役割があるが、SSコードでは自らの判断での議決権行使を行うことも求められている。従って、今までの企業分析に加え、CGコードへの企業の対応を評価することの比重が増えることが予想されるが、その為にコーポレートガバナンス強化による企業価値向上などの成果の定量的分析も必要になってくるのではないかと考える。

また、FD原則に取り組む証券会社なども、投資信託の

販売者としてはSSコードを通してCGコードへの評価情報に触れるし、市場仲介者としては各上場企業のCGコードへの評価を個人投資家に伝える必要が増していくことも予想され、その為のデータベースの整備やCGコードへの取組みが及ぼす影響についての分析手法の確立が必要になってくるかも知れない。

CGコードは上場企業のガバナンスを強化させながら企業価値を向上させていこうし、SSコードは運用機関として企業のCGコード定着を進めながら運用成果を向上させることに繋げるべきで、FD原則により顧客利益を第一にすることで金融事業者は投資を薦める金融商品や企業を選択することが出来る。これら三位一体の改革により、日本経済が中長期で成長してくことを支えるのが理想だが、増えてくる上場企業のコーポレートガバナンス関連の情報を適切に分析していく為にも、企業分析におけるDXが一段と進化していくことに期待したい。

三位一体の日本市場改革とそれを支えるもの

