

コーポレートガバナンス改革の深化に向けた論点に関する 海外機関投資家の意見の概要

平成29年12月21日
金融庁

本資料は、フォローアップ会議で議論が行われている我が国のコーポレートガバナンス改革の深化に向けた論点について、日本株に投資する海外機関投資家に対して意見照会を行った主な結果を取りまとめたもの。

<意見照会の概要>

実施期間 : 平成29年9月～11月

対象機関数 : 17機関

目次

1. 経営環境の変化に対応した経営判断	P2
2. 投資戦略・財務管理	P4
3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等	P5
4. 政策保有株式	P7
5. アセットオーナー	P9

1. 経営環境の変化に対応した経営判断 ①

ポイント

- ❑ 日本企業の資本コストへの意識は低い。資本コストを上回るリターンを上げるべき。その際、ROEは重要であるものの、ROIC等の他の指標も重要。
- ❑ 多くの企業が焦点の定まらない複合企業となっているが、顧客、従業員、株主に利益をもたらすため、競争優位性を持つ分野に集中すべき。

主な回答

- ・ 概して日本企業の資本コストへの意識は非常に低い。手元資金に余剰があるにも関わらず増資を行っている企業が見受けられるが、これは資本コスト、特に株主資本コストの軽視を示すものである。〔Indus Capital（米運用機関）・英運用機関〕
- ・ 企業において、ROE目標を公表する動きがあることを歓迎。他の企業においても同様の取組みを推奨したい。〔英運用機関〕
- ・ ROEは重要である一方、負債と資本により資金調達する場合には、ROICや純有形資産に対するリターン（return on tangible net asset value）が重要である場合もある。企業は加重平均資本コスト（WACC）を上回るリターン（return on capital）を生み出すべき。〔University Superannuation Scheme（英年金基金）〕
- ・ ROEは資本効率についての完全な全体像ではなく、単一の指標のみに基づき資本効率を測ることは適当でない。状況に応じて複数の指標を考慮する包括的なアプローチが重要。〔米運用機関〕

（次頁に続く）

1. 経営環境の変化に対応した経営判断 ②

主な回答

(前頁の続き)

- ・ ROIC、ROA、ROEの数値に関してより多くの情報が得られることは重要であるが、より重要なことは、取締役会が如何にこうした情報を意思決定や監督に活用するかである。取締役会は、資本が有効に活用されていない場合には、このことを明らかにできる能力を持つことが不可欠である。〔Legal & General (英運用機関)〕
- ・ 多くの日本企業が、膨張し、焦点の定まらない複合企業(bloated and unfocused conglomerates)となっている。企業は顧客に価値を創出する分野に集中すべきであり、これにより従業員に雇用を生み出し、株主に利益をもたらすことができる。会社が真に差別化し競争優位性を持つ分野に集中しない限り、顧客・従業員・株主に価値を生み出すことは困難である。〔Aberdeen (英運用機関)〕
- ・ 自律的成長(organic growth)かM&Aかの戦略を含め、経営陣の認識・戦略について、より説明・開示が行われるべき。〔PGGM (オランダ運用機関)〕

2. 投資戦略・財務管理

ポイント

- 持続的な成長に向け、現預金を溜め込むのではなく、資産を有効に活用し、設備投資、研究開発投資、人材投資等を行うべき。

主な回答

- ・ 持続的成長を達成するため、企業の資産が有効に活用される (available assets are effectively utilised) ことを期待する。[Baillie Gifford (英運用機関)]
- ・ まずは長期的な成長のために資金を活用し、その後に適正な水準の配当を支払うべき。[AP4 (スウェーデン年金基金)]
- ・ 将来に向けた投資を行うために十分なリソースを維持することは重要(ただし、適正な設備・研究開発・人材投資の水準は個別の状況に応じて異なる)。進行中の事業活動、成長に向けた投資、予期しない事業環境や経済状況に備えたバッファの維持を大きく上回る現預金を保有することは非効率である。[英運用機関]
- ・ 概して、多くの日本企業は依然として過剰に現金を溜め込むか、もしくは過剰に借入れを縮減している。我々としては、リターンが資本コストを明確に上回る限り、コア事業における設備投資や研究開発投資を強く推奨しているが、ほとんどの企業はこのことについての考え方を投資家に説明できていない。[Indus Capital (米運用機関)]
- ・ 資本コストを上回るリターンを上げるため、企業は現預金を溜め込むのではなく、新たな分野に投資すべき。[CalSTRS (米年金基金)]
- ・ 手元の現預金や将来の利益剰余金 (current cash balances and future retained earnings) の用途等についての株主への開示は改善の余地がある。[British Columbia Investment Management (カナダ運用機関)]

3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等 ①

ポイント

- ❑ CEOの選任は、企業の戦略を踏まえ、将来を見据え、透明性あるプロセスに基づくべき。また、独立した指名委員会がCEOの選解任や後継者計画を主導することが重要。
- ❑ 持続的成長に向け、取締役会が必要な資質・多様性を備え、取締役会評価も活用しつつ、戦略決定の役割を担うことが重要。この観点から、独立社外取締役が、その役割を実効的に果たしていくことが重要。

主な回答

- ・ CEOの選任は、将来を見据えた計画 (forward planning)、能力主義、及び明確で透明性あるプロセスに基づくべき。〔英運用機関〕
- ・ CEOの後継者計画の策定に際しては、企業の将来的な戦略の観点から取締役会が設定した基準に、候補者がなぜ当てはまっているのかとの理由を説明することが考えられる。〔PGGM (オランダ運用機関)〕
- ・ 指名委員会がCEOと経営陣の後継者計画と選解任プロセスを主導することが重要。指名委員会は過半数が独立社外取締役であるべきで、経営陣、特に現CEOは入るべきでない。確固たるCEOや経営陣の選任プロセスは、長期的な価値を生み出すベストな能力を持った者が会社を主導していくことを株主に保証するものである。同様に、報酬委員会にもCEOは入るべきでない。〔Legal & General (英運用機関)〕
- ・ 日本企業の取締役会における社外取締役の数と委員会形式による監督に関し、大きな改善が見られることは歓迎するが、こうした変化の実効性には懸念を抱いており、取組みは依然途上である。〔Indus Capital (米運用機関)〕
- ・ 独立社外取締役の役割について、適切な理解が広がることが重要。独立社外取締役は、将来に亘る企業の成長に向け、取締役会における健全な議論を促すために選任すべき。〔Aberdeen (英運用機関)〕

(次頁に続く)

3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等 ②

(前頁の続き)

- ・ ガバナンスの核心である確固たる取締役の選任プロセスは、典型的には、取締役会の能力と企業の目標に要求される取締役のスキルに関する開示と候補者を特定するための正式なプロセスを伴う。〔カナダ年金基金〕
- ・ 社外取締役には、財務・会計・法務の適切な(relevant)経験を備えた者が、多様性を向上させる形で選任されることを推奨したい。〔英運用機関〕
- ・ 取締役会は日常の業務執行から長期の戦略決定の主体に移行しつつあるが、継続的な取組みが求められる。取締役会評価はこうした取組みを支えるものである。〔Baillie Gifford (英運用機関)〕
- ・ より多くの企業が長期目標と連動した業績連動の役員報酬を導入する必要がある。〔英運用機関〕
- ・ 退任したCEOが残留することは、ネガティブな影響を与える可能性がある。〔Baillie Gifford (英運用機関)〕
- ・ コード上の独立社外取締役の最低選任基準は、3分の1に上げることを推奨する。〔Legal & General〕
- ・ 独立社外取締役の独立性基準について、企業と現在又は近い過去に直接・間接に事業上の関係がある人物が数多く独立社外取締役に選任されている。〔ACGA (機関投資家団体)〕
- ・ CEOと取締役会議長の役割が別の人物に担われることは重要である。〔AP4 (スウェーデン年金基金)〕

主な
回答

4. 政策保有株式 ①

ポイント

- 政策保有株式は、企業のバランスシート上、活用されていない資金であり、株主への説明責任の観点から問題があることや、市場全体の機能発揮を抑制するものであるため、可能な限り縮減すべき。
- 政策保有株式を保有する企業は、コストと得られる利益の分析に基づく財務的な意味での事業上の利益の説明を行うとともに、これを特定の期間に削減する目標を提示すべき。

主な回答

- ・ 政策保有株式は、企業のバランスシート上、活用されていない資金(dead money)であり、市場全体の機能発揮を抑制するものであり、可能な限り縮減すべき。〔Aberdeen (英運用機関)〕
- ・ 政策保有株式は長期に保有すべきでない。保有の状況を十分に開示すべき。〔カナダ年金基金〕
- ・ 政策保有株式を保有する企業には、コストと得られる利益の分析(cost/benefit analysis)による、財務的な意味での事業上の利益の説明を行うとともに、これを特定の期間に削減する目標を提示することを求める。政策保有株式に関する情報について、有価証券報告書のみならず、企業のウェブサイトにおいて英文で開示してほしい。〔British Columbia Investment Management (カナダ運用機関)〕
- ・ 政策保有株式は、経営陣の株主に対する説明責任を弱める。取引の維持のために株式を保有している場合、政策保有株主は、企業の改革を促進するために議決権を行使するのではなく、経営陣の支持に回る可能性が高い。〔英運用機関〕

(次頁に続く)

4. 政策保有株式 ②

主な回答

(前頁の続き)

- ・ 企業は、特に資本のアロケーションの観点から、政策保有株式の保有の合理性 (rationale) を十分に説明すべきである。企業は資本コストを上回る収益を政策保有株式から得ていないのであれば、その資金は株主に返還すべきである。また、政策保有されている会社に投資家が投資している場合、投資家は隠れた支配株主の影響を被っているおそれがある。[University Superannuation Scheme (英年金基金)]
- ・ 政策保有株式を保有する金融機関、事業会社は、その保有理由についてより詳細な説明が重要。また、企業は、政策保有株式についてどのような議決権行使をしたかを個別の保有先毎に開示すべき。[ACGA (機関投資家団体)]
- ・ 日本企業との対話の際、政策保有株式につき合理的な保有理由の説明を求めている。[CalPERS (米年金基金)]
- ・ 政策保有株式の解消に向けて、政策保有株式についての議決権行使結果及びその理由の開示、政策保有されている企業との取引は非政策保有株主からの承認を前提とする、等の方策が考えられる。[APG (オランダ運用機関)]
- ・ 政策保有株式を保有する企業には、確固とした透明性のある利益相反方針を策定して実効的なスチュワードシップ責任を果たすことを求めたい。[英運用機関]

5. アセットオーナー

ポイント

- ❑ 企業年金はスチュワードシップ・コードを受け入れるべきであり、また、母体企業の取締役は、企業年金のスチュワードシップ活動を支援すべき。
- ❑ 企業年金は、運用に関する専門知識を有する理事を任命すべき。
- ❑ 企業年金は加入者・受益者の最善の利益のために行動すべきであり、母体企業の利益のために企業年金の適切な活動が妨げられるべきではない。

主な回答

- ・ 企業年金はスチュワードシップ・コードを受け入れるべき。企業年金の母体企業は、受益者の長期の投資リターンと投資先企業の長期的成長について責任を負っている。母体企業の取締役は、企業年金の理事会と協働してスチュワードシップ活動に取り組むべき。〔Hermes（英運用機関）〕
- ・ 企業年金の対話への意欲の欠如が課題。スチュワードシップ・コード改訂により、アセットオーナーが対話に積極的となることを期待する。〔Baillie Gifford（英運用機関）〕
- ・ 企業年金の理事会には、運用に関する専門知識を備えた理事が必要であり、その構成は慎重な検討を必要とする（need to be carefully configured）。〔カナダ年金基金〕
- ・ 企業年金が、その加入者・受益者の最善の利益のために行動することを期待する。母体企業の利益のために、企業年金の適切な活動が阻害されるべきではない。〔University Superannuation Scheme（英年金基金）〕
- ・ 企業年金がアセットオーナーとしてスチュワードシップ活動に関与する上では、いくつか障害がある。まず、利益相反が挙げられ、企業年金と母体企業との間の利益相反を防止するための措置（チャイニーズウォール）の強度については再検証すべき。また、企業年金は運用機関に比べリソースに乏しい。一方で、市場や運用機関の行動に対する影響力は大きいことから、運用機関に説明責任を果たさせるため、スチュワードシップ活動を評価する知識を有することが必要。この点に対するガイダンスの整備を推奨する。〔Legal & General（英運用機関）〕