

野村証券
エクイティ・リサーチ部
西山 賢吾

コーポレートガバナンス改革の近況と企業年金基金

成長戦略の重要な柱として進められてきたコーポレートガバナンス改革は、その実効性が問われる局面に入りました。改革において最も重視されている「企業と投資家との対話」に関し、特に投資家側では年金基金等の「アセットオーナー」が重要な役割を果たすことが期待されています。この観点からは、企業年金基金のステュワードシップ活動に関しても、今後注目度が高まるものと思われます。

企業統治改革の進捗は、ここまでは順調

2013年より始まった日本の企業統治(コーポレートガバナンス)改革は、成長戦略の重要な柱として位置づけられていることが特徴といえます。具体的な改革として、14年、15年にはJPX日経インデックスの算出や日本版ステュワードシップコード、コーポレートガバナンス・コードの制定がありました。一連の改革により、例えば、04年には東証1部の7割の企業で社外取締役がいませんでしたが、15年には2名以上置く企業が6割に達したり、配当や自社株買い等の株主還元が拡大して15年度は過去最高を更新したりするなど、一定の成果が見られています。

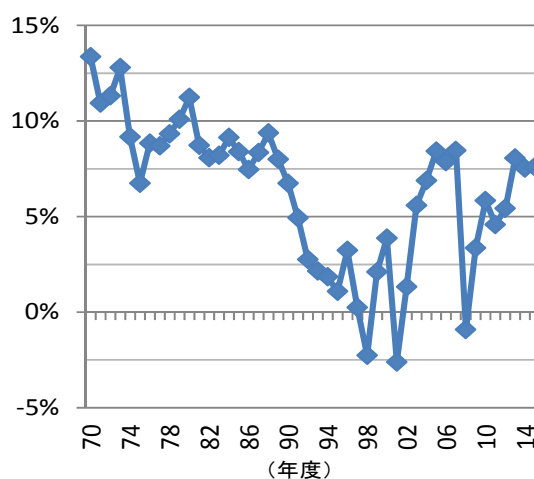
しかし、最も注目されている日本企業のROE(自己資本当期純利益率)は30年以上にわたり10%を下回る状況が続き、現状でも8%近辺で頭打ちの状態であるなど、改革はまだその途上にあるといえるでしょう(図表1)。

改革の実効性が問われる段階に

一方、ここまで一定の成果を出してきたからこ

そ、さらなる改革の進行に対する投資家等ステークホルダー(利害関係者)からの期待は一段と高まっています。よって、コーポレートガバナンス改革は、その「実効性」をいかに高めていくかが問われる段階に入ったと言えます。

図表1 ROE10%の「壁」を越えられない日本企業



(注1) 内国市場に上場する全企業ベース

(注2) 15年度の予想は野村証券

(出所) 各社開示資料より野村証券作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

このような状況を踏まえ、足元で進められているコーポレートガバナンス改革では、過去2年見られた、新たな制度の導入といった大きな改革ではなく、その実効性を高めていく上で重要となる論点について議論し、必要な施策を打ち出すことを目的として、図表2に示した各種会議体が組織されました。それらの中で、主に企業の情報開示を議論した「ディスクロージャーワーキンググループ」と、株主総会について議論した「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」では、最終報告書の公表にまで至りました。

「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」での議論

図表2の中で、2つのコードの実効性を検証しつつ、コーポレートガバナンス改革をさらに進めていく上で必要とされる論点を取り上げて議論し、それを意見書等の形で広く情報発信することを目的としているのが、金融庁と東証が共催する「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(以下、「フォ

ローアップ会議)」です。15年8月に第1回会議が開かれて以降、16年4月までに7回会議が開かれています。

同会議からの意見発信については、まず、15年9月に1回目の意見書を公表しました。内容は、取締役会の機能、機関投資家の「対話」の質的向上、政策保有株式などについての問題提起というものでした。そして、16年2月には、2つ目の意見書となる「会社の持続的成長と中長期的企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」を取りまとめ、公表しました。

2回目の意見書の目的は、今後の株主総会に向け経営トップや取締役候補の検討、取締役会の実効性評価の準備等にその内容を役立ててもらうことでした。ここでは経営環境の変化、経営上の課題の複雑化に的確に対応し、実効性のあるコーポレートガバナンスを実現する上での取締役会のあり方について、重要と考えられる諸点に言及しています。

具体的には、(1)社長、CEO(最高経営責任者)の選任、解任が取締役会の役割として特に

図表 2 企業統治改革に関連する主な会議体

<p>・金融庁・東証「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」 2つのコードの実効性を検証、取締役会の機能、機関投資家の「対話」の質的向上、政策保有株式などを議論</p>
<p>・金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」 会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールを見直し、統合的な開示のあり方について検討</p>
<p>・経産省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」 株主総会集中の問題の解決、招集通知関連書類や議決権行使の電子化等を通じて徹底的なプロセスの合理化が図られる環境整備について検討</p>
<p>・経産省「持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会」 持続的な価値創造に貢献する投資のあり方について、ESG、非財務的な要素も含む経営、投資、企業と投資家との対話の現状やあるべき姿などについて、国際的な議論等を踏まえつつ検討</p>
<p>・経産省「経営者・投資家フォーラム」 日本企業の経営トップと内外の機関投資家等の代表が、中長期的な企業価値向上や建設的な対話の促進、効果的な情報開示等に向けた課題や方策を検討</p>

(出所) 経済産業省、金融庁資料などより野村證券作成

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

重要であり、そこでは「プロセスの透明性」が重視されること、(2)取締役会の構成では「資質・多様性、独立性、客観性」が重要であること、(3)取締役会の運営では「戦略的方向付け、適切な業績評価に対する議論の充実」が重要であること、(4)取締役会の実効性の評価では「取締役会の構成、運営状況等の実効性に対する適切な評価と、ステークホルダーへの分かり易い情報開示、説明」を重視すること、などに言及しています。

16年2月18日に開催された第6回会議の後半より議論のテーマは「企業と機関投資家との建設的な対話」に移りました。「企業が実効性のあるコーポレートガバナンスを加速させていくためには、投資家が企業との建設的な対話を充実させることが必要である」、という問題意識がその背景にあります。

注目度高まる企業年金基金の役割

ここで重要になるのは、企業年金基金も「機関投資家」であるという点です。実際に、15年2月より適用が始まった「日本版スチュワードシップ・コード」において、「機関投資家」は投資運用会社など「資産運用者としての機関投資家(アセットマネージャー)」と、年金基金や保険会社などの「資

産保有者としての機関投資家(アセットオーナー)」に大別されることが明記されています。

4月26日に開催された第7回の会合においても、機関投資家に対する期待と、その課題に関する意見が多く出されましたが、中でも、「アセットマネージャーによる企業との対話活動がより活発化するためには、アセットオーナーの果たす役割がますます重要になる」、「アセットオーナーの中でも、企業年金基金によるスチュワードシップ・コードの受け入れが少なく、受け入れを円滑にするための環境整備が必要」、という意見が聞かれました。

以上のような状況から考えると、これからは企業年金基金がそのスチュワードシップ活動をどのように遂行していくかについて、注目度が高まるといえるでしょう。実際に、企業年金連合会がスチュワードシップ活動を外部に委託するといった新しい動きも見られ、企業年金基金によるスチュワードシップ活動を行う上での一つの参考になると思われます。

なお、「フォローアップ会議」は筆者もメンバーの1人ですが、上記の見解等に関する部分は個人のものであり、同会議全体の意見や見解ではありません。

— 次号のお知らせ —

次号は

5月23日(月)

発行予定です。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送を行わないようお願い致します。