

## 投資家と企業との対話ガイドラインの策定と CG コードの改訂

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 我が国のコーポレートガバナンス改革はここまで一定の成果を上げているが、その水準をさらに高める上で残されている課題に対応するため、2018年6月1日、『投資家と企業との対話ガイドライン』が策定、公表されるとともに、コーポレートガバナンス・コードの改訂が実施された。
2. 今回のガイドラインとコードの改訂で最も注目されるのは、『資本コストの的確な把握』であろう。今回資本コストの定義や明確な計算方法は示されていないが、重要なことは、資本コストの算出そのものに終始するのではなく、資本コストの計算に用いた各種数値の採用根拠やその背景にある中長期的な経営ビジョンを示し、投資家との対話を深めることである。
3. 資本コストと並び注目される政策保有株式に関しては、保有すべきではないという意見と、合理性があれば一定量の保有を容認する意見がある。しかし、今回の対話ガイドラインの制定やコードの改訂により、保有の合理性に対し従来以上に納得感のある説明が求められると考えられるため、保有の合理性に乏しい株式の売却を求める声はさらに強まるであろう。
4. 我が国企業ではコードの各原則について、まず遵守ありきという考えを持つ上場企業が少なくないように見えるが、具体的な対応をせず形式的な遵守に留まるよりは、明確な理由を説明した上で受け入れない原則があるという対応の方が望ましいと考えられる。さらに、これからは「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースから、原則受け入れの諾否にかかわらず企業の姿勢を主体的、かつ明確に示す「コンプライ・アンド・エクスプレイン」ベースでの対応が期待される。

## I 「投資家と企業との対話ガイドライン」の策定

### 1. 「投資家と企業との対話ガイドライン」策定の経緯と背景

2018年6月1日、金融庁より「投資家と企業との対話ガイドライン」（以下、対話ガイドライン）が公表された。対話ガイドラインは、2017年10月より2018年3月まで、金融庁と東京証券取引所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）において議論された。そして、同会議が議論の内容を取りまとめ、2018年3月に提言という形で公表し、その提言を受けて金融庁が対話ガイドライン案を3月26日に策定し、4月29日までパブリックコメントを募集した上で内容を確定したものである。なお、確定したガイドラインは、パブリックコメントを受けたガイドライン案からの変更点等はなかった。

我が国で進められているコーポレートガバナンス改革は、ここまで一定の成果を上げてはいるものの、さらなる進化に向けて課題も残されているという問題意識から、2017年10月18日に開催されたフォローアップ会議（第11回）において、事務局から、現預金の形での内部留保や経営者の資本コスト意識、政策保有株の縮減などがコーポレートガバナンス改革をめぐる指摘として提出された（図表1）。

図表1 フォローアップ会議で示された『コーポレートガバナンス改革をめぐる指摘』

項目	指摘された点
(1) 投資と内部留保	現預金の形での内部留保が増加
	設備・人材・研究開発水準に課題
(2) 経営環境の変化に対応した経営判断	経営環境の変化に応じた事業選択などの果敢な経営判断が行われていない
	経営者の資本コストに対する意識を高めていく必要
(3) CEO・取締役会	CEOの育成・選任に向けた取り組みが不十分
	社外取締役の実効的な機能発揮を促していく必要
(4) 政策保有株式	政策保有株式の縮減が進んでいない
(5) アセットオーナー	企業年金によるスチュワードシップコードの受け入れが少ない

(注) ハイライトはフォローアップ会議事務局によるもの。

(出所) 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資料より  
野村資本市場研究所作成

さらに、2017年11月10日に公表された『平成29事務年度 金融行政方針』において、図表1で示された現状を踏まえ、コーポレートガバナンス改革の「形式」から「実質」への進化に向けて、フォローアップ会議においてガバナンス改革の進捗の検討を行うとともに、『機関投資家と企業との対話を通じ、中長期的な企業価値の増大に向けた経営が進むよう、対話によって重点的に議論することが期待される事項等についてのガイダンス』を策定することが示されたため、フォローアップ会議の12回（2017年11月15日開催）から15回（2018年3月13日開催）までガイドライン策定に向けた議論が行われた。

## 2. 対話ガイドラインの概要

対話ガイドラインはスチュワードシップ・コード（以下SSコード）とコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）の附属文章として位置づけられるものとされ、ガイドラインの内容自体はコンプライ・オア・エクスプレイン（記載の内容を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明する）を求めるものではないとされている。しかし、企業がCGコードの各原則に対しコンプライ・オア・エクスプレインを行うにあたっては、ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待されている。

また、対話ガイドラインはSS、CG両コードの求める『持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた機関投資家と企業との対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたもの』であるが、もちろん、両者の対話はここに記載された内容にとどまるものではなく、企業価値を高める上で各投資家、企業が重要と考えられるテーマについては、対話ガイドライン記載の有無にかかわらず積極的に対話、議論を重ねる必要があることはいうまでもない。また、対話ガイドラインに記載されている内容について単に項目ごとに順番に確認するだけのような、形式的な対話に終始してはならないことも言うまでもない。

対話ガイドラインは、図表1に示した5つの指摘にほぼ対応する形で構成されており、その主な内容は図表2のようになっている。

図表 2 対話ガイドラインの概要

<p><b>1.経営環境の変化に対応した経営判断</b></p> <p>(1-1) 企業価値向上実現に向けた経営戦略・計画等の策定と公表、また、それらが経営理念と整合的か  (1-2) 経営陣による自社の資本コストの的確な把握と、それを意識した経営の実施、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか  (1-3) 環境変化等に見合った果敢な経営判断の実施、事業ポートフォリオの見直し方針の決定と当該見直しプロセスの実効性</p>
<p><b>2.投資戦略・財務管理の方針</b></p> <p>(2-1) 持続的成長と中長期的企業価値向上に向けた設備投資・研究開発・人材投資等の戦略的・計画的な実施  (2-2) 経営戦略・投資戦略等を踏まえた財務管理の方針等の適切な策定・運用</p>
<p><b>3.CEOの選解任・取締役会の機能発揮等</b></p> <p>○CEOの選解任・育成等  (3-1～3-4) CEOに求められる資質についての確立した考え方、資質を備えたCEOの選任を十分な時間と資源をかけた客観性・適時性・透明性のある手続きで実施、選任手続きの実効的にするための独立した指名委員会の活用、後継者計画の適切な策定・運用、客観性・適時性・透明性のある選解任手続きの確立</p> <p>○経営陣の報酬決定  (3-5) 経営陣のインセンティブとして機能するような報酬制度設計、報酬委員会の活用などによる適切な報酬額決定プロセスの透明化、報酬制度やその適切さについての分かりやすい説明</p> <p>○取締役会の機能発揮  (3-6、3-7) 持続的成長と中期的企業価値向上に向けた適切な知識・能力の具備、ジェンダーや国際性の面を含む多様性の確保、取締役として女性が選任されているか、取締役会実証性評価の適切な実施とその結果の分かりやすい開示・説明</p> <p>○独立社外取締役の選任・機能発揮  (3-8、3-9) 適切な資質を有し、持続的成長、中長期的価値向上への寄与に必要な見識を備えた者の十分な数の選任、自社の課題やその変化等を踏まえた再任・退任等に対する適切な対応、経営陣に対する独立社外取締役からの適切な助言・監督の実施</p> <p>○監査役等の選任・機能発揮  (3-10、3-11) 適切な知識・経験、能力を有する者の選任、適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応、監査業務の適切な実施と適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応、監査役等に対する十分な支援体制の整備、及び内部監査部門との適切な連携の確保</p>
<p><b>4.政策保有株式（直接保有していないが、実質的な政策保有株式となっているものを含む）</b></p> <p>○政策保有株式の適否の検証等  (4-1) ステークホルダーへの保有目的、保有銘柄の異動を含む保有状況に関する分かりやすい説明、保有銘柄それぞれに関し、保有の適否に関する資本コストが保有の便益、リスクに見合っているかなどの精査と取締役会での検証、その内容の開示・説明、適切な議決権行使基準の策定と分かりやすい開示、策定した基準に基づく適切な議決権行使の実施  (4-2) 政策保有株式縮減に関する方針・考え方の明確化と、それらに沿った適切な対応の実施</p> <p>○政策保有株主との関係  (4-3、4-4) 取引縮減の示唆などによる政策保有株主からの売却妨害の有無、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分検証せずに取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引の有無</p>
<p><b>5.アセットオーナー</b></p> <p>(5-1) 自社の企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるようにするための人事面や運営面での取り組み（こうした取り組みが利益相反の適切な管理の下で行われているかについて留意が必要）</p>

(出所) 「投資家と企業との対話ガイドライン（金融庁）」を基に野村資本市場研究所作成

## II CGコードの改訂と東証上場規程の一部改定

### 1. CGコードの改訂

平成 29 事務年度の金融行政方針において対話ガイドラインの策定が言及されたのに続き、2017 年 12 月 8 日に閣議決定された『新しい経済政策パッケージ』において、ガイドラインの策定とともに、必要な CG コードの見直しにも言及された。これを踏まえ、フォローアップ会議では、対話ガイドラインの策定と、対話ガイドラインの趣旨や内容を反映させて、2015 年より 6 月適用された CG コードの改訂を実施することを提言した。これを

受けて、CGコードを別添として有価証券上場規程に取り入れている東京証券取引所は2018年3月30日に改訂CGコード案を公表し、同年4月29日までパブリックコメントを募集した。そして、同年6月1日にコードの内容を正式に確定するとともに、所要の有価証券上場規程一部改定を合わせて実施した。なお、パブリックコメントの内容を受け、確定した改訂CGコードでは、第3章の「考え方」において、『「非財務情報」にいわゆるESG要素に関する情報が含まれる』ことが明示された。

今回改訂されたCGコードの改訂項目を図表3に示した。前述のように、対話ガイドラインで言及されているがこれまでのCGコードでは言及されていない点や、言及されているものの、対話ガイドラインを踏まえ内容のさらなる明確化が必要な点などを中心に改訂が行われている。

図表3 CGコードの改訂項目

<p><b>原則1-4 政策保有株式</b> 縮減方針・考え方等政策保有に関する方針を含めた保有方針の開示、個別銘柄の保有の適否の検証とその内容の開示、議決権行使方針の具体的な基準の策定と開示など</p> <p>補充原則1-4①: 政策保有株主からの売却を妨げない</p> <p>補充原則1-4②: 政策保有株主との間で会社や株主共同の利益を害するような取引を行わない</p>
<p><b>原則2-6 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮(新設)</b> 自社の企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるようにするための母体企業の取り組み内容の開示(取り組みに当たっては利益相反の適切な管理)</p>
<p><b>原則3-1 情報開示の充実</b> CEOや経営陣の選任だけでなく解任に関する事項の説明、開示など</p>
<p><b>補充原則4-1③ (取締役会によるサクセッションプランの適切な監督)</b> 取締役会による後継者計画や育成への主体的な関与、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて行われるよう取締役会が適切に監督</p>
<p><b>補充原則4-2① (インセンティブとして機能するような経営陣報酬の設定)</b> 取締役会による客観性・透明性ある手続きに従った報酬制度の設計と、具体的な報酬額の決定</p>
<p><b>原則4-3 取締役会の役割・責務(3)</b> 補充原則4-3②、4-3③: CEO選解任に関する取締役会の役割</p>
<p><b>原則4-8 独立社外取締役の有効な活用</b> 少なくとも3分の1以上の独立社外取締役の選任を必要と考える上場会社は、十分な人数を選任すべき</p>
<p><b>原則4-10 任意の仕組みの活用</b> 補充原則4-10①: 独立した任意の指名・報酬委員会の設置(監査役会設置会社、監査等委員会設置会社)</p>
<p><b>原則4-11 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件</b> 取締役会はジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模で構成、監査役等が適切な経験・能力・知識を有するべき</p>
<p><b>原則5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表</b> 資本コストを的確に把握した上での収益計画や資本政策の基本的方針の提示 経営資源の配分等の事例として事業ポートフォリオの見直しや設備投資・研究開発・人材投資を例示</p>

(出所) コーポレートガバナンス・コード(東京証券取引所)を基に野村資本市場研究所作成

## 2. 東証有価証券上場規程における CG コードの位置づけ

東証に上場するすべての上場会社は、コーポレートガバナンス・コードの趣旨と精神を尊重することが、有価証券上場規程の『企業行動規範』における『望まれる事項』<sup>1</sup>とされている。さらに、CG コードに記載された基本原則・原則・補充原則について、東証 1 部、2 部に上場する会社は全ての原則を、マザーズ及び JASDAQ 上場会社は基本原則のみについて、CG コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明(コンプライ・オア・エクスプレイン)を、企業が東証に提出する『コーポレート・ガバナンスに関する報告書』において直接記載の形で行うことが、『企業行動規範』における『遵守すべき事項』<sup>2</sup>とされている。

さらに、東証 1 部、2 部に上場する会社は CG コード中で「開示」とされている原則について、『コードにおいて特定の事項を開示すべきとする原則』として、コーポレート・ガバナンスに関する報告書に記載することとされている<sup>3</sup>。なお、これについては、直接記載のほか、有価証券報告書やウェブサイトなど、別途一般に広く公開される手段で開示している場合には、当該箇所を参照すべき旨とその閲覧方法（例えばウェブサイトの URL など）を記載する方法でも差し支えないとされている。

## 3. コーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載内容の一部改定

今回の CG コードの改訂に伴い、『特定の事項を開示すべきとする原則』とその内容も一部変わることになる。今回新設された原則 2-6 をはじめとした開示要請項目に関しては図表 4 に示した。なお、これまで開示の対象であった原則 4-8 は、CG コードの内容の改訂に伴い対象から外れた。

<sup>1</sup> 『望まれる事項』とは、上場会社が努力すべき要請事項とされている。いわば努力義務事項であり、違反等に対する実効性確保措置（特設注意銘柄への指定、改善報告書の徴収、社名公表措置、上場契約違約金の徴収）の対象とはならない。

<sup>2</sup> 『遵守すべき事項』とは、上場会社として最低限守るべき事項とされており、違反した場合には実効性確保措置の対象となる。

<sup>3</sup> 『コードにおいて特定の事項を開示すべきとする原則』を行わない場合は、該当する原則を実施していないことになるので、コードの内容を実施しない理由の説明が必要になる。その説明もされていなければ「遵守すべき事項」に抵触することになるため、実効性確保措置の対象になると考えられる。

図表4 コーポレート・ガバナンスに関する報告書での開示が要請される原則

CGコード原則		内容
原則1-4	政策保有株式	政策保有株式として上場株式を保有する場合、 <u>縮減方針・考え方</u> など政策保有に関する方針の開示
		<u>個別政策保有株式について、取締役会における保有適否検証とその内容の開示</u>
		政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための <u>具体的基準の策定・開示</u>
原則1-7	関連当事者間の取引	関連当事者間の取引を行う場合、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定め、その枠組みを開示
原則2-6	企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮	<u>企業年金がアセットオーナー機能を発揮するための人事面や運営面での取り組みの実施とその内容の開示</u>
原則3-1	情報開示の充実	以下の事項を開示 (i) 会社の目指すところ(経営理念等)や経営戦略、経営計画 (ii) 本コードのそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針 (iii) 取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続 (iv) 取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続 (v) 取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行う際の個々の選解任・指名についての説明
補充原則4-1①	取締役会の役割・責務(1)	取締役会は、経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、開示
原則4-9	独立社外取締役の独立性判断基準及び資質	金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・公表
補充原則4-11①	取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件	取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示
補充原則4-11②		取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合、その兼任状況を毎年開示
補充原則4-11③		取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示
補充原則4-14②	取締役・監査役へのトレーニング	取締役・監査役に対するトレーニングの方針の開示
原則5-1	株主との建設的な対話に関する方針	株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針の検討・承認と開示

(注) 下線部は今回の改訂に伴う変更点。

(出所) 東京証券取引所資料より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ 対話ガイドライン、改訂CGコードの注目点

#### 1. コード制定時の基本に立ち返るとともに、主体的、積極的な対応が期待される

今回の対話ガイドラインの策定やCGコードの改訂に寄せられたパブリックコメントを見ると、様々な反応がある。特に「コードの内容は実質的には企業にとっての規範になってしまう」、「エクस्पラインをすることはネガティブである」、「改訂案の中には、現行の規定を詳細化し、あるいは特定の具体的な報告を示すものが存在し、会社による解釈の幅を狭め、企業統治における裁量判断を制約する可能性がある」など、CGコードの各原則を必ず遵守しなくてはならないものとなってしまう(あるいはとらえる懸念がある)ため、詳細な規定を行うことに異議を唱える意見と、逆に「資本コストの計算方法を参考情報として明示する、あるいは資本コストを株主資本コストと加重資本コストのどちらかにするか明らかにすべき」、「資本政策の定義を明示すべき」など、CGコードに記載された内容が大づかみである、あるいは明確さを欠いているため、記載内容や定義の明確化を求める意見の双方があるように見受けられる。

前者については、コードの内容を全て受け入れなければならない、あるいは受け入れることが前提との考えが根底にあるように見受けられる<sup>4</sup>。しかし、CG コードの原案策定時に示された『コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（2015年3月5日公表）』には、『本コード（原案）の対象とする会社が、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには十分な留意が必要であり、会社側のみならず、株主等のステークホルダーの側においても、当該手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められる。特に、本コード（原案）の各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではない』とされており、全原則の受け入れや実施が前提ではなく、むしろ実施しない原則があればその理由を積極的に示すことが求められていると解釈できる。具体的な対応のない形式的な原則受け入れに留まるよりは、明確な理由を説明した上で受け入れない原則があるという対応の方が望ましいと考えられるため、今回のCGコード改訂を機会に、納得性の高いエクस्पラインが増えてくるかにも注目したい。

一方、後者について、特定の内容や用語の定義が明確化されないのは、コードが『プリンシプル・アプローチ』を採用しているためと考えられる。こちらについても、『コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方』（2015年3月5日公表）において『本コード（原案）は、会社が取べき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、会社が各々の置かれた状況に応じて、実効的なコーポレートガバナンスを実現することができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。（プリンシプルベース・アプローチの意義は）一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。このため、本コード（原案）で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コード（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている』との記載がある。用語な細かな定義や解釈に拘泥しすぎることなく、積極的に企業側の考えを投資家等ステークホルダーに示すことが、CGコードの精神に照らしても重要である。

<sup>4</sup> 東証の調査によれば、2017年7月14日時点でCGコード（当時）の全原則を実施している企業は東証1・2部上場企業の25.9%、実施率90%以上の会社を含めると88.9%と非常に高くなっている。



## 2. 対話ガイドライン、改訂CGコードの注目点1：『資本コスト』をどう考えるか

### 1) プリンシプルベースに基づいた自由度の高い解釈が可能ととらえることができる

以下では、今回制定された対話ガイドラインと改訂されたCGコードにおいて関心の高い項目を取り上げ、その見方や考え方を示していく。1でも述べたように、対話ガイドラインやCGコードはプリンシプルベース・アプローチの考え方に基づいているため、それらの対応や考え方に「唯一無二」の正解があるわけではない。従って、本稿で示す考え方についても、フォローアップ会議の資料や議事録、投資家や有識者、企業との対話などをもとにした筆者の考えであり、各ステークホルダーのコンセンサスを示すものではない。また、最も注目されているのは資本コストと考えられるため、本稿では資本コストを中心に言及し、他の項目はやや簡潔な形で示す。

今回、対話ガイドライン、改訂CGコードに「資本コストの的確な把握」という文言が明示されたが、資本コストの定義や具体的な計算方法は示されていない。そのため、パブリックコメントにおいても資本コストの明確化などを求める意見がみられた。

従って、『資本コストは、「株主資本コスト」なのか「加重資本コスト(WACC)」なのか』や『資本コスト計算の際に用いる手法として、ファイナンス理論における資本資産価格モデル(CAPM)を用いるべきであるのか、それとも、割引キャッシュフロー(DCF)法を用いるべきであるのか』等の疑問が生じるのは自然なことであろう。さらに、計算手法を決定したとしても、例えば、リスクフリーレートとして何を用いるかや、株式市場の投資収益率の計測にあたりどの程度の計測期間を考えるかなど、前提の置き方でも計算された資本コストの数字は変わってくることが考えられるため、資本コストの的確な把握が求められる企業にとって悩ましい問題に映るかもしれない。

1で述べたように、対話ガイドラインや改訂CGコードで資本コスト等の定義が明示されないのは、「プリンシプルベース・アプローチ」に基づき、コードの精神や趣旨に則り、説明責任を負う会社それぞれが用語について適切に解釈することが求められているからであると考えられる。とらえ方によっては「企業側に解釈等を任せるのは無責任」と見えるかもしれないが、むしろ、「企業側の解釈や説明の自由度が高い」と積極的にとらえることが肝要であろう。

### 2) 企業側に期待される対応

実際に、「資本コストの的確な把握」や「資本コストを意識した経営」についてどのように考えるかについて筆者が機関投資家等に尋ねたところ、それぞれの意見はさまざまであったが、以下のような意見がよく聞かれた。

まず、「『資本コスト』を定義することや、その計算をすることそのものが重要なわけではない」ということである。「我が社の資本コストは〇%です」と数字を上げて説明するかどうかは会社の判断であろうが、資本コストは前提等により計算された

数字が変化してしまうからこそ、計算の仕方に終始し、その結果だけ出されても投資家にとって有用な情報ではないし、ましてや、「資本コストは〇%ではなく△%ではないか」と、計算された数字そのものを議論することが対話のテーマでもないということである。

また、資本コストは株主資本コストであるか加重資本コストであるか、という点に関しては、経営計画や資本政策等に関する目標設定時にどちらを用いるかは企業の考え方によるであろう(企業側では加重資本コストを用いることがおそらく多いものと推察される)が、株式投資家が関心を持っているのは株主資本コストである。また、たとえ加重資本コストを用いていたとしても、それは株主資本コストと負債コストとの加重平均であり、そこでは株主資本コストが考慮されているはずであるから、説明に当たっては、株主資本コストを抽出して議論をして欲しいとの意見が聞かれている。

結局のところ、投資家が必要な情報は「経営者が会社を経営する上で、自社の株主資本コストについてどのような根拠をもって考えているか」である。すなわち、資本コストの数字そのものよりも、計算にあたって用いた前提となる各種数値が、どのような考えのもとで採用されたのかを具体的に説明することが肝要になる。これにより投資家は、企業の考える資本コストにおいて、何が織り込まれていて何が織り込まれていないかが分かり、投資家と企業との対話の上で、両者の考え方の異同を議論することが「エンゲージメント」となる。投資家、特に長期投資家との対話において、企業側の目的は投資家に会社を理解してもらうことで当該企業への投資に結び付けることであるため、説明に当たっては、資本コストの数字そのものよりも、その計算根拠、前提となる経営者の考え(ビジョン)を示すことが必要である。

すなわち、投資家、特に長期投資家が知りたいのは、対話をした企業が中長期的、かつ持続的に企業価値を向上させることができるか、そのためにどのような経営戦略や資本政策を企業が有しているかである。企業価値向上の判断基準として、対話ガイドラインの1-2では「中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか」とされているが、むしろ一步進んで、「資本コストを上回るリターンを稼得できるか」に彼らの注目点は集約されることになるであろう。

「資本コストを上回るリターンを稼得できるか」を示すための考え方の一つとしては、中期経営計画における目標値として、資本コストを加重資本コスト(WACC)と考えるのであれば「ROIC(投下資本利益率)－WACC」(ROIC-WACC スプレッド)<sup>5</sup>を、株主資本コストと考えるのであれば、「ROE－株式資本コスト」(エクイティスプレッド)<sup>6</sup>を提示し、それを中長期的、持続的に正とするために、経営陣がどの

<sup>5</sup> 中期経営計画等において ROIC-WACC スプレッドを重視した説明を行っている企業としてはオムロンがある。オムロンは2017年から2020年の想定資本コスト(WACCに自社特有の要因を加味したもの)を6%と想定し、2020年度の目標としてROIC10%以上を掲げている(ROE目標も10%と示している)。

<sup>6</sup> 中期経営計画等においてエクイティスプレッドを重視した説明を行っている企業としてはエーザイがある。エーザイでは中長期的(例えば10年平均)で正のエクイティスプレッドを創出することを資本政策の基本的な方針としている(株主資本コストは8%と仮定)。

ように会社を経営していくかを投資家に示すことがあげられるであろう。

『資本コストの的確な把握』と『資本コストを意識した経営』について、「我が社の資本コストは〇%です」と示して終わりというのでは意味がないし、改訂CGコードでも、資本コストを数字として開示することそのものが求められているわけでもない。重要なのは算定の裏にある企業の資本政策や経営戦略の考え方について投資家等に説明し、投資家と対話、議論することである。そして、このような観点からの説明こそ、原則5-2「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきある」にも合致すると考える。

### 3) それでも、資本コストを「まず計算をしてみる」ことは重要

ところで、資本コストを計算し、把握している企業はどの程度存在するのであろうか。日本IR協議会の第25回「IR活動の実態調査(2018年)」によれば、アンケート対象企業(1006社)中IR活動を実施しているのは981社で、981社のうち自社の資本コスト水準を把握している企業は49.0%、さらに、この中で資本コストの計算根拠を有する企業は60.1%という結果となっている<sup>7</sup>。

この結果からは、一定数の企業は資本コストの数値やその計算根拠を把握していると考えられる。ただ、単に計算したのでだけでは意味がなく、資本コストをすでに計算把握している企業については重要なのは、『経営者が自分の言葉として把握した資本コストをベースに、自社の中長期的な企業価値向上のための施策を経営者自身の言葉で語るができるか』であることはここまで述べてきた通りである。

一方、計算コストの計算やその把握をまだ行っていない企業については、まずは計算、把握することから始めることは重要と考えられる。ただし、計算を自社で必ず行う必要はなく、例えば、コンタクトのある機関投資家に尋ねたり、金融機関等に計算を依頼したりすることによって自社の資本コストを認識することも考えられる。その際、資本コストを自社で計算するのであっても、他者に計算してもらうにしても、まずは経営陣がその結果を把握することは有意義であろう。その上で、計算結果を得て終わりとはせず、資本コストの計算前提や前提となる根拠を知り、それらがどのように資本コストの数字に反映されているか、また、同業他社との違いがあればその違いはどこから生じているかなどについて、経営陣が把握、理解することこそが重要であることには論をまたない。

<sup>7</sup> 日本IR協議会の2018年調査では、自社の想定資本コストの平均は5.86%。

### 3. 注目点 2：CEO の選解任、選解任における社外者の役割、報酬決定等

次に、CEO の選解任、選解任における社外者の役割、報酬決定等を取り上げる。

CEO の選解任等に関し、改訂 CG コードでは、補充原則 4-3②『取締役会は、CEO の選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えた CEO を選任すべきである。』と、補充原則 4-3③『取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEO がその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEO を解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである』が新設された。さらに、補充原則 4-2①は『取締役会は、(中略)客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである』に、補充原則 4-10①は『監査役設置会社や監査等委員会設置会社であっても、独立社外取締役を構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項を検討するに当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべき』に改訂された。

こうした改訂等について、『必ずしも会社の内情に精通しているわけではない社外者が経営者の選任や解任を先導しても企業価値の向上につながらないのではないか』という批判や、『CEO の解任基準について具体的な基準・要件を設けるべきではない』などの批判等が聞かれる。しかし、社外者が CEO の選解任等で中心的役割を担うことが期待されているのは、経営陣が次期 CEO 候補者の選出、決定や、業績不振や不祥事などにより CEO を解任する際の、「選解任プロセスの透明化、厳格化」や、「CEO 候補者の資質等の確認」などであると考えられる。また報酬の決定についても、経営陣の企業価値向上のインセンティブにつながるような報酬体系や報酬額になっているかについて、客観性・透明性ある手続に従っているかを確認することであると考える。

### 4. 注目点 3：ダイバーシティと「ジェンダー」、「国際性」

CG コードの原則 4-11 では、従来より多様性と適正規模が両立した取締役会の構成を求めていたが、今回の改訂により「ジェンダーや国際性の面を含む(多様性と適正規模)」という文言が加えられた。さらに、対話ガイドラインにおいて 3-6 に、『取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているか。その際、取締役として女性が選任されているか』という文言が入っている。

これについて、「形式的に女性や外国人の社外取締役を置くことに終始してしまい、企業価値の向上にはつながらない」との意見が聞かれる。確かに、真の意味でのボードダイバーシティにおいては、企業の経営課題に沿った形で役員構成が多様化しているかという点が最も重要であり、その意味では、女性や外国人に留まるものではないことは確かである。ただし、現在経営課題を克服していく中でジェンダーや国際性を考慮する必要のない企業はほとんどないと考えられるため、特に女性や外国人の役員が存在していない企業は、その現状をどのように考えるか、女性や外国人の役員選任についての中長期的な考え方などについて投資家等に説明することは必要ではないかと考える。

## 5. 注目点4：政策保有株式

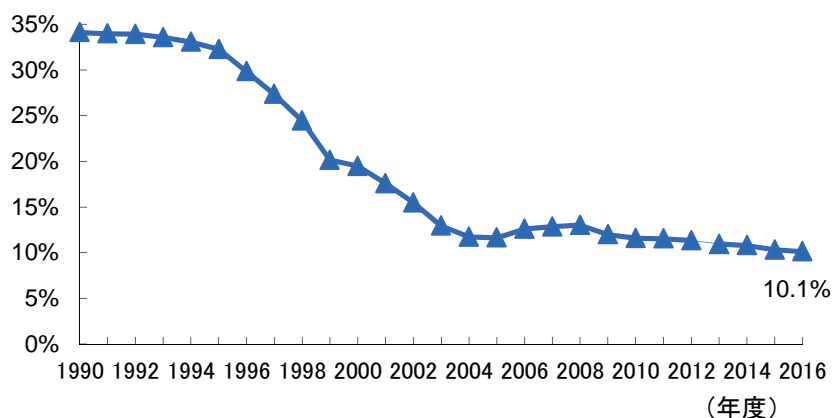
### 1) 『縮減方針』、『政策保有株主との関係』などが盛り込まれた今回の改訂

政策保有株式に関し、改訂CGコード原則1-4では、①政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針の開示、②毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容についての開示、③上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべき、とされた。さらに、補充原則1-4①として、『上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない』が新たに付加された。

野村資本市場研究所が算出した持ち合い比率（上場事業法人と銀行の株式保有比率の和、時価総額ベース）は2016年度末時点で10.1%となり、過去最低を更新していることなどから、「政策保有株式はすでに見直し、削減が進んでおり、合理性の乏しい株式の保有はほとんどない」との認識が企業側などではあった。しかし、一定数の安定株主の存在が少数株主の意見を経営陣に通りにくくしているという問題意識がフォローアップ会議で示されたことから、政策保有株式の縮減について議論された（図表5）。

政策保有株式について、議事録などからみると主に以下のような意見があった。まず、政策保有株式縮減を進めるべきとの主な意見としては、『政策保有株式が問題であるのは、①公正な競争が妨げられる、②不当な取引制限につながる、③株主間の不平等につながる、また、④買収防衛策等の不適切な利用につながる、⑤資本管理が非効率になる、⑥取締役会の独立性が妨げられる、また経営に対する牽制がきかなくなるといった懸念がある』、『事業会社が株式の純投資をすることは誰も期待していないので、（純投資目的での保有は）論外である』、『純粹に経営戦略的な保有もある

図表5 持ち合い比率の推移



(注) 持ち合い比率は、上場事業法人と上場銀行が保有する他の上場企業株式（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率。（ただし、子会社、関連会社株式を除く）

(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査）より野村資本市場研究所作成

だろうが、その際には保有の合理性についてしっかり取締役会で議論し、その結果、保有することになったというのであれば、その理由を有価証券報告書に詳細に記すべき』等があった。

一方、縮減を一律に求めるべきではないという意見としては、『企業は政策保有に関する方針の定期的な見直しを行い、社外取締役の参加する取締役会において、主な政策保有についての保有意義、相手先企業の業績、財務体質等を考慮に入れてリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性、将来の見通しをしっかりと検証するなど、原則 1-4 に沿って適切に対応している』、『政策保有については個々の会社によってかなりばらつきがあるのも事実だと思うので、企業と投資家の対話の中で、取締役会における検証などについて議論し、保有の合理性について確認しながら、望ましいあり方について検討していくことが大事』、『政策保有株式には企業の事業戦略の一環として行っているものがあり、全ての政策保有を縮減するという考え方で議論されると少し違和感がある』、『コード適用を契機に、企業は自社の企業価値向上に繋がらない政策保有は解消し、減らす動きも出ているので、議論の対象は全ての政策保有株式ではなく、合理性がない政策保有株式に限るべきである』、等であった。

## 2) 保有の合理性の説明が一段と重要に

持ち合い等の政策保有株式の問題点としては、①保有株式の株価変動に伴う財務諸表への影響という企業財務上の問題と、②安定株主の存在により少数株主の意見が会社側に反映されにくくなるという議決権行使、コーポレートガバナンス上の問題に大別することができる。今回 CG コードの改訂で政策保有株式の保有合理性の適否の検

証を、従来の主要銘柄から個別銘柄にしていることや、政策保有株式の議決権行使について、より踏み込んだ対応を要請する内容になっていることなどを考えると、どちらかといえば②の面がクローズアップされたように見える。

従来より持ち合いや政策保有に関しては、その保有意義や合理性を否定し、できる限り縮小、できればなくすべきという考えと、我が国の商慣習などから考え、戦略提携などによる株式保有には一定の合理性を認める考えの双方がある。仮に、後者のような見方をとるのであれば、事業提携や関係強化を目的とした株式保有は、シナジー効果や企業価値向上の実現を目的とした「前向きな投資」となる。そして、株式の保有目的が「事業提携や関係強化」なのであれば、その保有した株式は金融資産というよりは事業資産の一部であり、その際に求められるのは配当利回りや値上がり益ではなく、保有株式を含めた「投資資産の収益率向上」であり、これを達成するためには事業提携の成果を常に精査する必要がある。したがって、このような株式の保有関係は株主としてのモニタリング機能を相互に働かせる、緊張感を孕んだ「新しい株式保有関係」になる必要があり、そうした「新しい株式保有関係」を構築することによってこそ、シナジー効果や企業価値の向上の実現も可能と考えられる。

こうした点を考慮すれば、対話ガイドラインや改訂CGコードが求める保有の合理性を示すためには、例えば、事業部門のROI（投資収益率）を計算する際に、対応する政策保有株式を各部門に振り分けてから行うなどによって、対話ガイドラインや改訂CGコードで言及されている「保有の便益が資本コストに見合っているか」を検証し、その結果を示すなどの積極的な対応が必要となるであろう。

## 6. 注目点5：企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮

企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮について、改訂コードでは原則2-6が新設され、自社の企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるようにするための母体企業の取り組み内容の開示が求められた。

今回のCGコードに原則2-6が新設されたのは、現時点では企業年金でのSSコード受け入れが非常に少ないため、受け入れの促進のための母体企業の取り組みを促すことが狙いと考えられる。企業年金のコード受け入れの障壁としては、議決権行使における母体企業との利益相反への対応や、スチュワードシップ活動、運用等で専門性の高い人材の不足などが指摘されている。

このような指摘に対し、最近SSコードを受け入れたパナソニック企業年金基金では、「当基金は、委託先運用機関がパナソニックグループへの議決権を行使する場合などにおいて、委託先運用機関の判断を尊重することにより、当基金において想定される利益相反の発生を回避する」、また、「スチュワードシップ活動の実行においては組織構築/人材育成が重要であることを認識しており、これらに関する課題の取り組みを推進する」としている。一方、同様にSSを最近受け入れたエーザイ企業年金基金では、「当基金は、運

用委託機関に対して、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて投資先企業との認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めることを求める」として、対応することを明らかにしている。

上記2基金の対応は他の企業年金にも参考になると考えられるものの、多くの企業年金の置かれている状況を鑑みると、CGコード原則2-6が新設されても、上述のような対応をとり、SSコードを受け入れることができる企業年金の数が即時、急速に増えることは想定しづらい。従って、例えば運用委託先へのモニタリングを従来以上に積極的に行うなど、企業年金で現状可能な限りの対応を率先して行うこと、それらの活動が円滑に進められるよう母体企業が人材面、運用面などで支援すること、などの形で原則2-6への対応が進められることが期待される。

#### IV コンプライ「オア」エクस्पラインからコンプライ「アンド」エクस्पラインへの進化を期待

対話ガイドラインや改訂CGコードへの対応についてはこれまでの「コンプライ・オア・エクस्पライン」ベースから「コンプライ・アンド・エクस्पライン」ベースでの対応が期待される。実際に、対話ガイドライン中の「コンプライ・オア・エクस्पライン」の注釈として、「機関投資家と企業との建設的対話を充実していく観点からは、各原則を実施する場合も、併せて自らの具体的な枠組みについて積極的に説明することが有益であると考えられる」との記載があり、「コンプライ・アンド・エクस्पライン」ベースでの対応に言及されている。

あるCGコードの原則に対し、「当社はコードの内容と全く同じではないものの対応しようとしているが、その対応は原則に対するコンプライなのか、それともエクस्पラインなのか」という問いかけが企業側からなされることがある。コンプライであれば説明する必要はないが、エクस्पラインであれば説明が必要であるという考えであるからこのような問いかけがされると推察される。また、機関投資家等ステークホルダーにとっては原則を受け入れていても、実際にどのような対応をしているかが分かりにくいという意見も聞かれる。

しかし、重要であるのは、その対応がコンプライであるかエクस्पラインであるかを考えることではなく、どちらであっても企業の対応を積極的、かつ主体的に説明することである。積極的、かつ主体的な説明を基に対話を進めることでステークホルダーとの相互理解を深め、そのことが我が国のコーポレートガバナンスの水準をさらに高めていくことにつながることを期待される。