

企業価値向上の観点からのコード（原則）の活用

～各国の取組みと日本への示唆～

日本投資環境研究所
主任研究員

上田 亮子



みずほ証券経営調査部
上級研究員

(京都大学経営管理大学院 特別教授)

杉浦 秀徳



1. はじめに

小林・中神論文にあるように日本は「資本生産性の最貧国」であり、日本経済を活性化させるためには、上場会社の企業価値向上が求められている。そのためには、まず経営者が企業価値向上の意識を高く持つこと、その

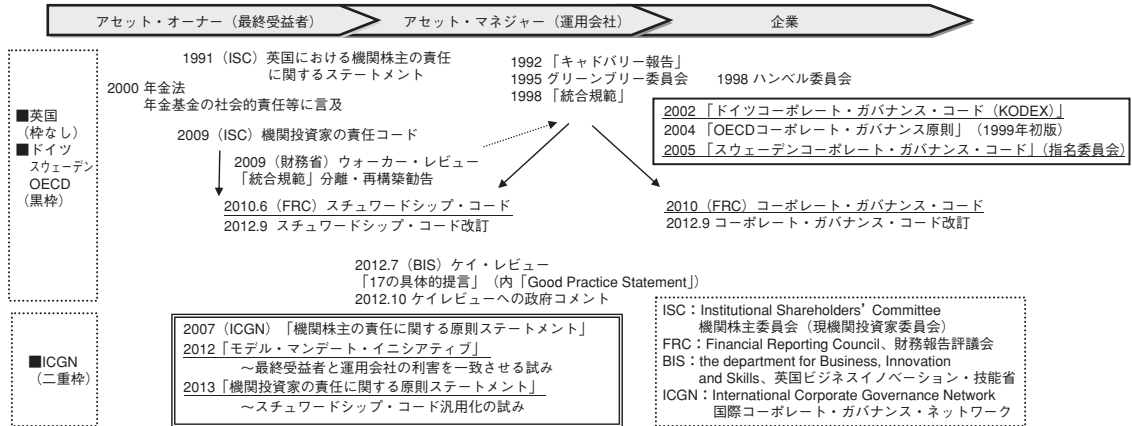
具体的取組みを官民一体でサポートしていくこと（制度や慣習の改革等）が重要であろう。それに加えて外的な環境整備として、投資家（株主）に会社を方向付ける役割を期待する方法も考えられる。本稿では、このような側面から、各国の株主と企業が一体となった価値向上への取組みや市場構造改革を紹介し、日本への示唆を探ることとしたい。

図表1は本稿で取り上げた英国、ドイツ、スウェーデンおよびICGN（国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク）による企業・投資家に関するコード（原則）の一覧を示したものである。インベストメント・チェーン（小林・中神論文の責任連鎖）は左からアセット・オーナー、アセット・マネジャー、

〈目次〉

1. はじめに
2. 英国スチュワードシップ・コードと株主の責任の強化
3. 株主の責任を強化するための国際的取組み
4. 各国の取組み
5. おわりに

(図表1) インベストメント・チェーンと各国のコード (原則)



(出所) 上田・杉浦作成

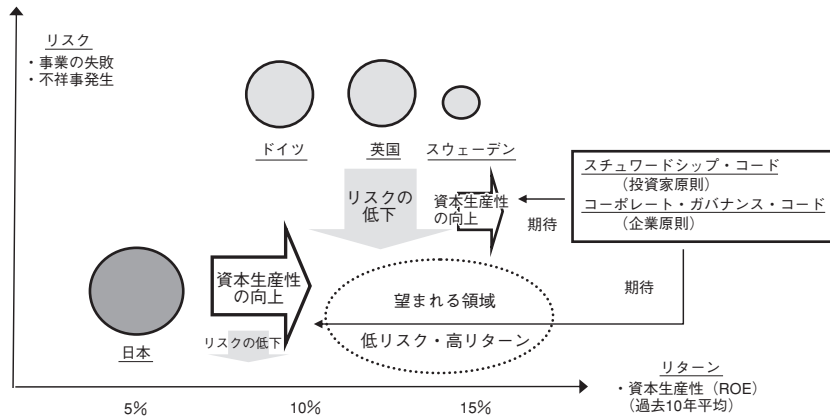
企業の順に並んでいる。それぞれのコードは対象としている主体の下に時系列で示した(取り上げたコードは下線、詳細は後述)。

図表2は欧州各国(英国、ドイツ、スウェーデン)におけるコードの位置づけが日本と異なることを表わしたものである。縦軸はリスク(突発的な収益の低下)、横軸はリターン(資本生産性、その一例としてROE)をとっている。欧州企業においては、株主利益を考慮した企業価値向上を主要なミッションとして認識する経営者が多いが、英国やドイツのように、それが過度に進むと、不適切あるいは違法な方法での会社あるいは自己利益追求という問題を引き起こす場合がある。そのため、このような問題が生じるリスクを低減させ、長期的な投資価値の安全性を担保するために、コーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードが策定された背景がある。この点、日本の置かれた状況は、

小林・中神論文でも指摘するように、そもそも会社の資本生産性向上の必要性の意識づけ、動機づけの改革が必要である。そのため、わが国においては、コーポレート・ガバナンスとはリスクを低減させるブレーキとしての役割のみならず、適切な方法でリスクを管理しつつ会社の資本生産性を向上させるアクセルとしても役立つものでなければならない。

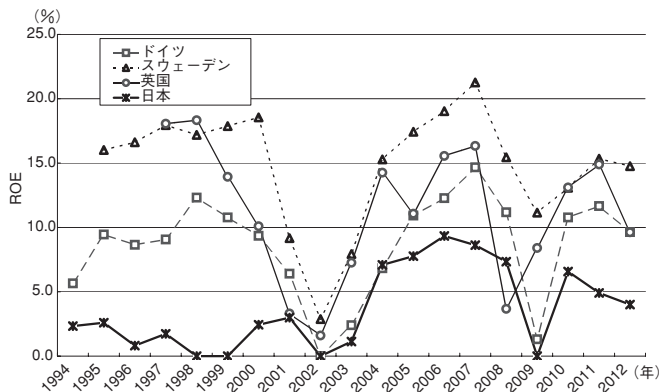
欧州企業と日本企業はそれぞれ異なる方向から、図表2の右下に示した「望まれる領域」(リスクが低く、リターンが高い)を目指しているといえる。また、英国はコーポレート・ガバナンス・コードからスチュワードシップ・コードを分離独立させ、その整備を通して投資家の視点でリスク低下を図ろうとしているのに対し、ドイツやスウェーデンではコーポレート・ガバナンス・コードを改善・強化し、企業と投資家の一体性を高めることでリスク低減を図っているという違いもある。

(図表 2) 各国のステージによって異なるコード (原則) の目的



(出所) 小林・杉浦作成

(図表 3) 各国のROEの推移



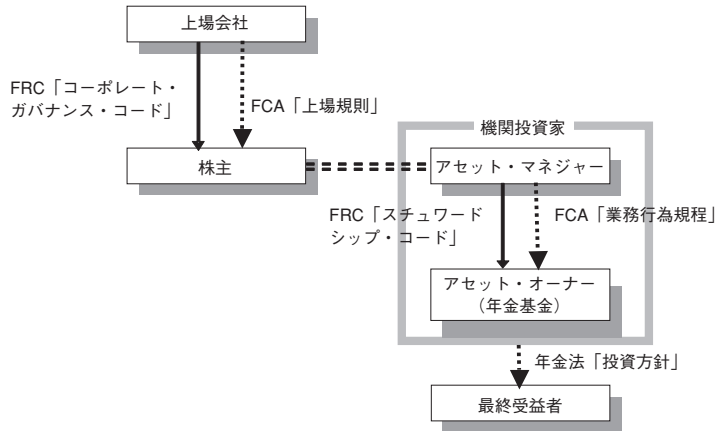
(出所) Bloombergデータをもとにみずほ証券作成

(注) ドイツCDAX、スウェーデンOMXストックホルム30指数、英国FTSEオールシェア (1997年から)、日本TOPIX
 $ROE = PBR / PER$ で計算、ROEがマイナスとなる場合はデータの制約から0と示している

図表 3 は各国のROEの過去20年の動きを示したものである。各国の時代背景や経営環境の違いはあるが、大きな流れとして日本のROEは常に欧州各国を下回っており、スウェーデンのROEは比較的高水準を維持している。本稿では、各国の事情の違いを踏まえながら、企業価値向上のために株主である機関投資家の役割や責任の強化を求める英国スチュ

ワードシップ・コードの内容、国際投資家として企業価値向上のための役割や責任を明確にし、アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの契約実務の変革まで踏み込んだ提言を行ったICGNの取組み、英米型のガバナンス制度ではなく独自のコーポレート・ガバナンス制度を維持しつつ投資家が望む企業価値創出に取組んだ国としてドイツとスウェー

(図表4) 英国における上場会社の価値向上のための制度の枠組み



(注) FRC (Financial Reporting Council; 財務報告評議会)、FCA (Financial Conduct Authority; 金融行為監督機構)
(出所) 上田作成

デンの事例を紹介したい。

2. 英国スチュワードシップ・コードと株主の責任の強化^(注1)

(1) 英国におけるスチュワードシップ・コード制定の背景

英国ではリーマンショックを契機とする金融危機からの反省として、機関投資家が上場会社において重要な役割を果たすべきであるとの考え方が強まった。これに基づいて、2010年にスチュワードシップ・コードが策定された。

上場会社のコーポレート・ガバナンスの向上は、株主価値の向上の重要な要素である。さらに、株主が機関投資家である場合には、年金資産の運用収益の向上につながり、究極的には最終受益者である年金受給者ひいては国民全体の経済的利益につながる。英国にお

いては、コーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードとによって、関係者の役割や責任が制度的に明確化され、このような価値の連鎖が有機的に結びついた。

英国では、コーポレート・ガバナンスの分野は、ハードロー(法的拘束力のある法令等)とソフトロー(法的拘束力のない規範等)の組み合わせにより設計されている。コーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードは、ソフトローとして位置づけられ、「遵守か説明か」の原則に基づいて、遵守しない場合にはその理由を説明することが求められる。

スチュワードシップ・コードは2010年に策定された。統合規範^(注2)における株主に関する部分の論点を引き継ぎながら、機関投資家委員会が2009年に公表した「機関投資家責任コード」で定められているコード原則を踏襲している。

(2) スチュワードシップ・コードの内容
 スチュワードシップ・コードは最終受益者の利益の観点から7原則を設け、会社のコーポレート・ガバナンス向上のための機関投資家の役割と責任について定める。それぞれの原則には、指針として運用上のポイントや背景となる考え方が詳しく示されている。

(図表5) スチュワードシップ・コード7原則

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示しなければならない。
2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反を管理するために、堅固な方針を定めなければならない。この方針は公に開示されなければならない。
3. 機関投資家は、投資先企業を監視しなければならない。
4. 機関投資家は、投資先企業に対する活動の水準を高めていく時期および方法について、明確なガイドラインを策定しなければならない。
5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家とともに集団的に行動しなければならない。
6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使活動の開示に関する明確な方針を定めなければならない。
7. 機関投資家は、スチュワードシップおよび議決権行使活動に関して定期的な報告を行わなければならない。

2010年に制定されたスチュワードシップ・コードは実際に運用する中で、定義の不明確さや趣旨の不徹底、不十分な開示等の問題が生じたことから、以下の論点を中心に2012年に改正が行われた。

- ① スチュワードシップの定義の明確化
- ② アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割と責任の明確化
- ③ 機関投資家の利益相反の管理強化
- ④ 集团的エンゲージメントに関する情報開示の強化
- ⑤ 議決権行使助言機関の利用に関する情報開示の強化

⑥ 英国株式以外の資産、英国以外の投資家の取扱いを含む、コード適用範囲の再定義

英国スチュワードシップ・コード制定と改正の流れにおける日本への示唆は以下の点にあると考えられる。

- ・英国が考える機関投資家（株主）が取組むべき責任の在り方（7原則）の確認
- ・運用開始後に改正を必要とした議論を深めるべき項目の存在
 （a. 定義の明確化、b. 利益相反の管理、c. 外部機関の扱い、d. 適用範囲の明確化）

3. 株主の責任を強化するための国際的取組み

(1) ICGN機関投資家の責任に関する原則ステートメント

ICGNはコーポレート・ガバナンスに関心の高い機関投資家を中心とする団体であり、世界50か国から600名で構成され、その運用資産総額は約1,800兆円に上る。

ICGNは、2007年に「機関株主の責任に関する原則ステートメント」を公表したが、その後、英国においてスチュワードシップ・コードが策定されたことによる環境の変化を反映して、2013年に「機関投資家の責任に関する原則ステートメント」（以下「機関投資家原則」）に改定した。

機関投資家原則は、序文において同原則が

最終受益者や顧客のために機関投資家が行動するベストプラクティスを示したものであることが述べられている。各国の市場環境によって最適な体制や行動は柔軟性を持つべきであり、時間の経過とともに発展すべきものと認めているが、大きな原則は変わらないとする。スチュワードシップ・コードの7原則と比較すると、「内部ガバナンスに関する6原則」と「外部責任に関する6原則」が明確に分かれていることに特徴がある。これはICGNによる機関投資家原則は、多くの文化が異なる地域に適用することを前提としており、実効性を高めるためには機関投資家自身のガバナンスの問題が大きく影響するとの見方を反映しているものと考えられる。

〔図表6〕 ICGN「機関投資家の責任に関する原則ステートメント」

<p>内部ガバナンスに関する6原則</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 受託者責任 2. 独立の監視機能 3. 経営組織の能力および実効性 4. 利益相反、倫理規範、法令遵守 5. 適切な報酬体系 6. 透明性とアカウンタビリティ <p>外部責任に関する6原則</p> <ol style="list-style-type: none"> 7. 一貫した方針の策定および適用 8. 積極的な監視 9. 積極的なエンゲージメント 10. 十分な情報に基づく議決権行使 11. 関連する政策対話への参加 12. 集团的エンゲージメント

実務上関心の高い議決権行使の開示については、英国スチュワードシップ・コードは原則6および同指針において、議決権行使および議決権行使活動の開示に関する明確な方針の策定と行使結果の開示を求める。これに対して、ICGNの機関投資家原則では、議決権行使結果の開示は強く推奨されているが義務

とはされず、英国以外の投資家にとってより受け入れやすい内容となっている。

また、機関投資家原則では、英国スチュワードシップ・コードの影響を受けつつも、スチュワードシップという用語は利用していない。投資先企業の価値向上を目指す投資家の責任や役割を議論する上での無用な混乱を避けるためには、英国と同様の文化的背景を持っていない地域においては「スチュワードシップ・コード」よりも「機関投資家責任原則」等の表現の方が誤解は少ないと考えられる。

(2) ICGNモデル・マנדート・イニシアティブ

金融危機を契機にして、長期利益を追求するアセット・オーナーにおいては、従来からの投資手法に加えて、運用プロセスの中にESG要素（環境、社会、ガバナンス）の組み入れやリスク管理の強化を求める動きが強まった。これに関連して、アセット・オーナーの求める時間軸に沿うような形でアセット・マネジャーの行動を規律する必要性があり、透明性やアカウンタビリティの強化も一層強く求められるようになった。

英国「ケイ・レビュー」^(注3)でも指摘されたように、インベストメント・チェーンにおいてアセット・マネジャーが短期の相対パフォーマンスを追求する原因の一つに、アセット・オーナーとのインセンティブの不一致があると考えられている。

ICGNによる「モデル・マנדート・イニ

シアティブ」は、契約上にアセット・オーナーが求める内容とその費用負担や評価基準・報酬体系を明示し、インセンティブの一致を図ろうとする試みである（注4）。

これまではアセット・オーナーは投資方針を策定してアセット・マネジャーに示し、それを遵守するように要請してきた。しかしESG投資などアセット・オーナーの要請も多様化・複雑化する中では、その実効性を高めるためには契約内容にそれを明記することが必要となってきたと考えられる。

日本においても公的・準公的年金を中心に委託手数料の引き下げ要請が強く、アセット・マネジャーの行動を縛ってきた面がある。インベストメント・チェーンの中で長期の絶対的パフォーマンスを推奨し、最終受益者のリターンを最大化するためには、「費用の最小化」ではなく「効果の最大化」を目指す契約内容の検討が必要になると考えられる。投資家の自己規律を高めるスチュワードシップ・コードの導入は、その実効性を高める運用契約等の実務面のサポートと一体で進められなければならない。

ICGNの取組みの日本への示唆は以下の点にあると考えられる。

- ・コードの実効性を高めるには各国の事情に配慮することが必要である
- ・機関投資家の内部ガバナンスを高めることは大きな論点となる
- ・アセット・マネジャーの行動はアセット・オーナーとの対話および運用契約の内容に

よって決定される

- ・インベストメント・チェーンの価値増大のための動機づけとなるインセンティブの検討が必要である

■ 4. 各国の取組み

次に、アングロ・サクソン型コーポレート・ガバナンスとは異なる国内制度を活かしながら、企業価値向上が株主の長期的利益につながるとの観点からのコーポレート・ガバナンスの改善と強化に取り組んだ国として、ドイツとスウェーデンを紹介する。

(1) ドイツ

ドイツのコーポレート・ガバナンスは、株主総会の下に、監査役会（Aufsichtsrat, 英Supervisory Board）、執行役会（Vorstand, 英Management Board）が存在する二層制となっている。監査役会は、業務執行に対する監督機関であり、共同決定法が適用される場合には、従業員数によって監査役会の人数構成が定められているが、監査役会は株主代表と労働者代表とが半数ずつで構成されることに特徴がある（注5）。

ドイツのガバナンス・システムは、経営の執行と監督の分離が英米と比較して形式的には徹底しているように見えるが、海外投資家からは不透明との意見も強かった。監査役会に真の株主代表が就任しているかに疑問があり、実質的には銀行が株主代表となる場合が

多く、債権者の観点からのコーポレート・ガバナンスの認識が強かったことに要因があった。その中で1990年以降大手企業において不祥事が続出したことにより^(注6)、ドイツ型コーポレート・ガバナンスの柱である監査役会の責任や実効性が大きな問題として取り上げられるようになった。同時期のドイツ株式市場においては、相対的に業績が低迷していたこともあり^(注7)、伝統的なドイツ型コーポレート・ガバナンスに対する反省が求められ、2002年にドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード (KODEX) が策定された。

KODEXの目的は「国内外の投資家、顧客、従業員、そして一般社会から信頼を得ることにある」(同序文)とされ、さらに「会社の執行役員は、会社の利益のため、すなわち株主、従業員その他のステークホルダーの利益を考慮して、価値の持続的創出の目的のために独立して会社を運営する責任を負う。」(同4.1.1条)、と定め、株主利益に限定せず、ステークホルダーも含めた利益を考慮して価値創出を目指すべきであるとする。一方で「企業に必要な株主資本を提供し、企業リスクを担う、株主の権利を明確にする」(同序文)と述べ、伝統的にステークホルダー志向の強いドイツ企業に対して、株主権利への配慮を求める。

ドイツの取組みは、二層制やステークホルダーの利益尊重というドイツに根ざした会社価値のあり方を変容させることなく、コーポレート・ガバナンスや資本市場に対する国際的な信頼を高めた点で特筆すべきであり、以下の

ような点が日本に対する示唆と考えられる。

- ・日本独自の経営システムの理解を求めらるならば、海外投資家に納得してもらう努力が必要
- ・「(株主以外の)ステークホルダーの保護」と「株主の尊重」は対立概念ではなく、企業価値向上によって両立できる
- ・コーポレート・ガバナンス原則の採用には説明責任の付与等の一定の拘束力を持たせるべき^(注8)

(2) スウェーデン

スウェーデン市場は、英米のように所有者が分散した株式市場とは異なり、少数の株主が集中的に上場会社株式を所有する。そして、この株主構造がスウェーデンのコーポレート・ガバナンス制度にも影響を与えている。

スウェーデンにおいては、支配株主は、会社が苦境にある時であっても長期間にわたって株式を保有し、会社のコーポレート・ガバナンスにおいて積極的な役割を果たすとして、会社に対して長期的に責任を負っていると考えられている。むしろ、株式が分散している会社に対しては、「主人なき会社 (masterless companies)」として不信感を与える場合すらある^(注9)。このような背景から、スウェーデンの会社は、株主に対して強力な権限を付与している。

このような観点から、スウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コード^(注10)において定められる指名委員会制度が大変重要な存在となっている。多くの国の制度では指名委

員会は取締役会の下部組織であるが、スウェーデンにおいては株主総会によって選任される。指名委員会は取締役候補者の指名のみならず報酬に関する権限も付与され、指名委員会による提案に基づいて株主総会で決議が行われる。その背景には、取締役候補者は取締役自身が指名すべきではなく、株主が関与すべきとの考え方がある。多くの会社では委員長1名と委員3～4名（株主出身）から構成され、取締役が指名委員を兼務する会社は少ない（注11）。但し、少数株主保護の観点から、指名委員会は全株主の利益を代表することが要求される。

このようなスウェーデンのコーポレート・ガバナンス制度は、長期的利益の観点からの株主の役割への期待が背景にあり、歴史的には経営への関与の強い株主として創業家等の支配株主を想定した制度設計であった。しかしながら、最近では、このような制度を活用することで企業価値向上を目指す機関投資家も登場している（注12）。指名委員会を通じて取締役候補者選定手続きに株主が関与することで、会社の中長期的な成長につながる効果が期待される（注13）。

スウェーデンの取組みの日本への示唆は以下のような点にあると考えられる（注14）。

- ・中長期保有の株主の意思が経営に反映される仕組みを考えるべき
- ・取締役選任に株主が関与することで、取締役会の株主に対する責任や透明性が高まる
- ・取締役選任の権限はガバナンスの根源であ

り、本来、取締役候補者を取締役自身が選ぶべきではない

- ・株主が指名段階から関与した取締役を信頼することで、株主の視点が中長期に導かれる
- ・スウェーデン型の指名委員会を設置するコストは、業績向上や社会貢献の拡大等のベネフィットにより正当化される

■ 5. おわりに

英国におけるスチュワードシップ・コード導入の動きは、上場企業の企業価値向上における投資家の役割を再認識させ、投資家と企業が一体となった取組みの重要性を明確化したことから多くの国で注目されている。しかし、英国の制度をそのまま各国で適用することは困難であることから、それぞれの国で個別の事情を踏まえ、投資家原則を再構成する試みが始まっている。

一方、英国においても2012年の「ケイ・レビュー」作成に向けた各国投資家からの意見募集に見られるように、自国以外の制度や投資家の見方を積極的に取り入れ、自国の制度に活かそうとしている。また、ドイツやスウェーデンのように自国の制度を基本としながらグローバルに通用する制度を構築し、それを積極的に発信しようとする動きも見られる。

今後、日本が「日本版スチュワードシップ・コード」を検討し、「コーポレート・ガバナンス・コード」の実効性を高める議論を進めていく上で、各国の取組みから参考とすべ

き内容は多いと考えられる。しかし、その際には各国の事情を理解した上で、日本は何を目的に、どんな手段で、どこを変えていくのかを確認しながら議論を進めていくことが重要であろう。特に日本においては、諸外国のコード策定の出発点であったリスク低減の問題よりも、資本生産性向上の問題がより重要な課題であることを忘れてはならない。そのためには、経営者、投資家ともに価値向上の動機づけとなるようなインセンティブの付与および適切にリスクを取りつつ利益追求できる環境作りが必要であろう。インベストメント・チェーンを構成する各プレーヤーが期待される行動をとれるようなコードの整備とその実効性を高める市場改革が求められている。

(注1) 上田「英国スチュワードシップ・コード改正と機関投資家の対応」資本市場リサーチ第27号(2013)参照。

(注2) キャドバリー報告書(1992年)以降のグリーンブリー報告書(1995年)、ハンベル報告書(1998年)の内容を統合して規範化し、上場規則として採用した。現在は、会社に関する部分はコーポレート・ガバナンス・コードへと引き継がれている。

(注3) 英国ビジネス・イノベーション・職業技能省(BIS)“Kay review of equity markets and long-term decision making”(2012.6)

(注4) 上田「海外における運用委託契約の内容見直し～ICGN『モデル・マニフェスト・イニシアティブ』～」資本市場リサーチ第25号参照。

(注5) 共同決定法7条において、従業員数1,000人以下の会社では株主代表6名・労働者代表6名計12名、2,000人以下では各8名ずつ計16名、2,000人以上では各10名ずつ計20名と定められる。高橋栄治「ドイツの企業統治体制」月刊監査役603号(2012年)

17頁参照。

(注6) 非鉄金属大手メタルゲゼルシャフトの巨額損失や大手建設会社フィリップ・ホルツマンの経営破たん、通信大手マンネスマンに対する英ボーダフォンの買収提案に関連するゴールデン・パラシュートの問題等。

(注7) 熊谷五郎他「ドイツ株式・資本市場改革、コーポレート・ガバナンス改革とわが国に与える示唆」資本市場リサーチ第8号(2008)参照。

(注8) ドイツにおいてはコーポレートガバナンス原則は民間の専門委員によって策定され、それを「遵守または説明(“Comply or explain”)」することが法律によって義務付けられていることになる

(注9) Per Lekvall, “Swedish Corporate Governance Model”, the Institute of Directors, London (2009), p.371.

(注10) 上場会社に対して適用され、「遵守か説明か」原則によって運用される。“Swedish Corporate Governance Code”(2010).

(注11) Per Lekvall, “Nomination Committee in Swedish Listed Companies”, ICGN 2008 Yearbook.

(注12) スウェーデンの公的年金であるAP2は、投資家による影響力を行使できる価値のある機会であるとして、投資先企業の指名委員会に積極的に参加する方針を取っている。

(注13) スウェーデンの代表的投資家であるCevian Capitalが2011年12月に英国ケイ・レビューの意見照会に対して提出した回答文書による。

(注14) スウェーデンの指名委員会制度に対しては、アジアや英国の機関投資家関係者の評価も高い。一方でこの制度が機能するためには、スウェーデンが言語や価値観において単一民族としての文化を共有しており、信頼関係が醸成されていることが背景にあるとされる。そのため、多民族国家での適用が困難であり、同様の制度が機能しうるのはアジア地域では日本だけとの意見もある