

社会実装できるか

～コーポレート・ガバナンス改革～

大和総研 常務執行役員 調査本部 副本部長

引頭 麻実



2015年はコーポレート・ガバナンス改革元年とも言われている。ステewardシップ・コード、会社法改正、コーポレートガバナンス・コードの「3つの道具」が出揃い、投資家や企業は否が応でも、コーポレート・ガバナンスと何らかの形で向き合わなければなら

なくなっている。

確かに、「まずは形から」という考え方もある。しかしながら、今回のコーポレート・ガバナンス改革を単なる「開示」の問題と捉えてしまうのでは、真の意味で社会に実装されるということにはならないだろう。コーポレート・ガバナンスの改革が、日本の企業の経営力を高め、結果として日本経済を強くすることに繋がらなければ、意味がない。

コーポレート・ガバナンス改革の現状を見ていくとともに、社会実装に向けて今後何が必要なのか探っていく。

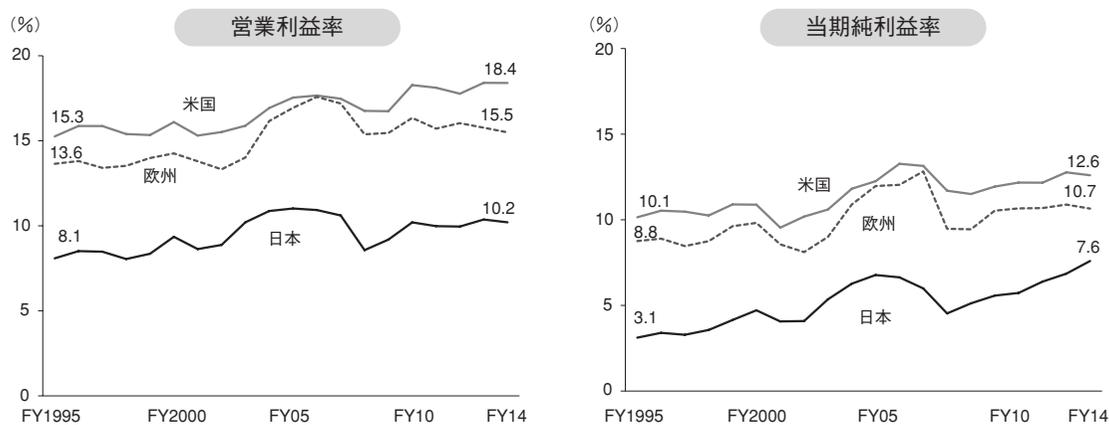
〈目次〉

1. なぜ、コーポレート・ガバナンス改革が必要なのか
2. 根付いてきたステewardシップ・コード
3. 新しいガバナンスの形～監査委員会等設置会社の登場～
4. 企業の考え方を問うコーポレートガバナンス・コード
5. 開示が始まった“新”コーポレート・ガバナンス報告書
6. 社会実装に向けて何が必要か～終わりになきガバナンス改革～

■ 1. なぜ、コーポレート・ガバナンス改革が必要なのか

日本企業のコーポレート・ガバナンス改革が必要と久しくいわれてきた。その背景の1つとして指摘されるのが、海外企業と比較した場合の日本企業の収益力の低さである。図表1は日米欧の主要500社の営業利益率およ

(図表1) 日米欧企業の売上高利益率



(注) 2015年5月7日現在のSP500、BE500、および同5月15日現在のTOPIX500対象銘柄の単純平均値。(赤字会社と利益額が売上高を上回る会社は除く) SP500は米国Standard and Poor's社による500社のインデックス。BE500はBloomberg社による欧州時価総額上位500社のインデックス。

(出所) Bloombergおよび東洋経済新報社より大和総研作成

び当期純利益率の推移を見たものであるが、日本企業の水準は近年回復してきたとはいえ、欧米企業の水準から比べると長年低い水準にある。低い利益率の背景として、日本企業の経営の意思決定が合理的ではなかったのではないか、取るべきリスクを取っていなかったのではないか、といった仮説が生まれてくるのも無理はない。そこで海外投資家を中心に日本企業のコーポレート・ガバナンス改革の必要性が強く指摘されたのである。

図表2はROE(株主資本当期純利益率)およびROA(総資産当期純利益率)を見たものである。図表1の売上高利益率と同様に日本企業は欧米企業に比べて低い位置にある。しかしながら、一連のリストラや資産評価の見直しなどを経て、資産効率は大きく改善してきている。欧米企業と比べその改善幅

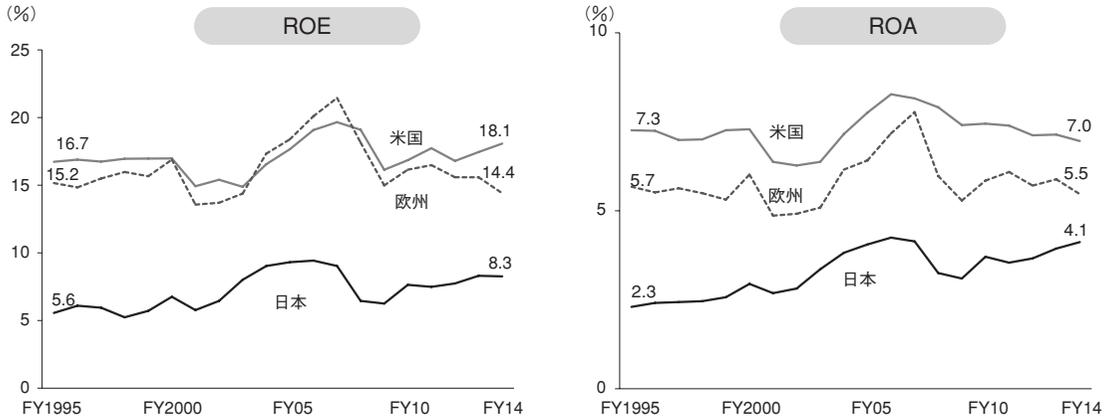
は非常に大きい。この流れを持続させるためにも、コーポレート・ガバナンス改革が必要とされているのである。

今回のコーポレート・ガバナンス改革が従来と異なる点として、“攻め”が主眼にあることが挙げられる。適切かつ強いガバナンスを構築することにより、企業の持続的成長を実現していくことが、今回の改革の大きなゴールである。

2. 根付いてきたスチュワードシップ・コード

「責任ある機関投資家」の諸原則、いわゆる日本版スチュワードシップ・コードは2014年2月に策定・公表された。企業にコーポレート・ガバナンス改革を促す前に、まず、機関投資家に対して、投資家としてのガバナ

(図表 2) 日米欧企業のROEとROA



(注) 2015年5月7日現在のSP500、BE500、および同5月15日現在のTOPIX500対象銘柄の単純平均値。(赤字会社、債務超過、利益額が資産額を上回る会社は除く) SP500は米国Standard and Poor's社による500社のインデックス。BE500はBloomberg社による欧州時価総額上位500社のインデックス。
 (出所) Bloombergおよび東洋経済新報社より大和総研作成

ス強化を促したのである。投資家としてどのような考え方で投資に臨むのか、投資対象企業の成長にどのように資するのか、あるいは自己研鑽をどのようにするのかなど、スチュワードシップ・コードには7つの原則がある。各機関投資家はそれを受け入れるのか否かを表明することになっている。

金融庁では3ヶ月に一度、受け入れた機関投資家等のリストを公表している。2015年9月11日現在では、合計197の機関投資家が受け入れを表明した。内訳は、信託銀行等7、投信・投資顧問会社等139、生命保険会社17、損害保険会社4、年金基金等23、その他(議決権行使助言会社他)7となっており、実に多岐にわたる業態が受け入れている。リストが初めて公表された2014年6月10日では127

であったことに鑑みると、コードは急速に浸透してきている。コードを受け入れた機関投資家は、どのような方針でコードを受け入れるのかについて開示が求められている。各機関投資家の開示の状況を見ると、非常にバラエティに富んでおり、特色が良く表れている。ここで重要な点は、各機関投資家がいわゆる「形式」に拘ることなく、思い思いに率直に記載していることである。異なる投資ポリシーをもっていること、ガバナンスの視点も異なることなど、企業が各機関投資家を理解するうえで、非常に有益な情報となっている。スチュワードシップ・コードは企業と機関投資家との距離が縮めるための重要なツールの1つとなった。

■ 3. 新しいガバナンスの形～監査委員会等設置会社の登場～

2015年5月、改正会社法が施行され、日本企業のガバナンスの形態として、従来の監査役設置会社、指名委員会等設置会社（旧委員会設置会社）に加え、監査等委員会設置会社が加わった。取締役会のなかに、指名委員会、報酬委員会、監査委員会の3委員会が設置される指名委員会等設置会社は海外企業のガバナンスの形に近く、海外投資家からの信任は厚い。一方で、監査役設置会社の場合、監査役会は取締役会の外に設置されることから、取締役会に対するモニタリング機能が十分に発揮されないのではないかと指摘もある。ある意味でその折衷案ともいえるのが、今回登場した監査等委員会設置会社の形態である。監査等委員会は取締役会の中に設置されることで、取締役会に対するモニタリング機能を十分果たせることになる。さらに、指名委員会等設置会社のように3委員会を設置する義務がない一方で、様々な委員会を好きなように設置することが可能となっており、ある意味でブラッシュアップ型のガバナンス形態となっている。

日本取引所グループのコーポレート・ガバナンス情報サービスを用いて、東証1部、2部、マザーズ、JASDAQ公開企業を対象に検索したところ、2015年9月末現在で、指名委員会等設置会社が64社、監査等委員会設置会社185社、監査役設置会社3,213社となって

いる。まだまだ、監査役設置会社が大勢であるが、監査等委員会設置会社を選択する企業が200社を窺う水準になるなど、新しいガバナンス形態を選択する動きが広がりつつある。

■ 4. 企業の考え方を問うコーポレートガバナンス・コード

アベノミクスの一丁目一番地といわれるコーポレート・ガバナンス改革の要は、コーポレートガバナンス・コードの策定である。2015年6月1日より適用され、3月決算企業の場合、遅くとも2015年末までにはコードについての考え方をコーポレート・ガバナンス報告書において開示しなければならないとされている（東京証券取引所）。

コーポレートガバナンス・コードの大きな特徴は“Comply or Explain（遵守せよ。さもなければ説明せよ。）”という、ソフトロー・アプローチをとっていることである。企業はコードを全て遵守しても良いし、遵守しない原則項目がある場合には、その理由について前述のコーポレート・ガバナンス報告書で説明しなければならないとされている。

コーポレートガバナンス・コードは5つの基本原則、30の原則および38の補充原則の計73の原則項目から構成されている。5つの基本原則とは、1：株主の権利・平等性の確保、2：株主以外のステークホルダーとの適切な協働、3：適切な情報開示と透明性の確保、4：取締役会等の責務、5：株主との対話、であ

る。このうち、4の取締役会等の責務については34の原則項目があり、数でいえばコードの約半分を占める。取締役会および取締役や独立取締役の役割や責務、取締役および取締役会に対する評価、取締役のトレーニングなど、取締役会に関連する多種多面的なガバナンス原則が提示されている。今回のコーポレートガバナンス・コードの目玉の1つといえる。

ソフト・ローである、コーポレートガバナンス・コードは企業にとって厄介である。単に形式を整えれば良いというものではない。また、何かのひな型を真似ればそれで済むということでもない。各企業のガバナンスに対する考え方そのものが問われている。さらに、ここまで対応すればそれで良い、というレベル感があるわけでもない。当然ながら“ガバナンス”は企業ごとに異なるものである。それに加え、外部環境の変化や、当該企業の成長ステージに応じて、機動的にブラッシュアップしていくべき性質のものである。横並びで済ませることはできない。

企業経営を行うにあたり、コーポレート・ガバナンスを殊更に意識するようなことはこれまでなかったのかもしれない。またガバナンスというと不正防止やコンプライアンスという文脈で捉える向きも多かったかもしれない。しかし、今回のコーポレート・ガバナンス改革の要諦は、“稼ぐ力”を強くすることにある。事業戦略のブラッシュアップもさることながら、ガバナンスを進化させていくこ

とを通じて、適切にリスクテイクが可能となっていく。低いと評価されている日本企業の収益力を高めるための道筋となるのである。

■ 5. 開示が始まった“新”コーポレート・ガバナンス報告書

前述のように、東京証券取引所では、3月期決算企業の場合、2015年末を期限にコーポレート・ガバナンス報告書においてコーポレートガバナンス・コードに関する開示を求めている。ただし、73の原則全てについての開示は企業にとって負担も大きい。そこで、これらのうち11の原則および補充原則について開示を求めている。

(1) 「説明」が選ばれた原則は何か

2015年9月末において、東証1部上場企業のうち104社がコーポレートガバナンス・コードに関する開示をすでに行った。全面遵守とした企業が66社、一部を遵守せずに、「説明」を行った企業が38社であった。サンプル数はまだ少ないが、約3分の1の企業が全面遵守をしないことを選んでいる。では、どのような原則について遵守ではなく「説明」を選んだのだろうか。

開示が求められている11の原則についてみると、10社以上が「説明」を選んだ原則は2つある（図表3）。もっとも多かったのが、補充原則4-11③であり、それは、取締役会全体の実行性についての分析・評価を行うとともに、それを開示すべきとされている。22

(図表3)「説明」が選ばれた原則(3社以上が選択したもの)

	コード	概要	社数
開示 要請 のある 原則	補充原則4-11③	取締役会全体の実効性の評価・分析	22
	原則4-8	独立社外取締役会の有効な活用	14
	原則1-4	いわゆる政策保有株式	4
	補充原則4-14②	取締役・監査役へのトレーニングの方針	3
開示 要請 のない 原則	補充1-2④	議決権行使プラットフォームの利用および招集通知の英訳など	13
	補充4-10①	監査役設置会社または監査等委員会設置会社でかつ取締役の過半が独立社外取締役ではない場合には、独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置するなど	8
	補充1-2②	招集通知の早期発送および発送前の電子的開示など	7
	原則3-1v	取締役会が経営幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選任・指名についての説明	6
	補充4-8②	筆頭独立取締役の決定など	6
	補充4-2①	業績連動報酬の割合の設定など	5
	補充4-8①	独立社外取締役のみの会合の定期的開催など	5
	補充3-2①	監査役会において外部監査人を選定するための基準の策定および外部監査人が独立性、専門性を有しているかについての確認など	4
	補充4-4①	監査役の実効性を高めるとともに、監査役または監査役会と社外取締役との連携の確保など	3

(注) 2015年9月末までにコーポレートガバナンス・コードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書を開示した企業104社のうち、一部「説明」を選択した38社が対象。

(出所) 東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードおよび各社コーポレートガバナンス報告書より大和総研作成

社が「説明」することを選択した。このうち2社についてはすでに評価・分析は行っているものの、開示の内容について検討したいというものであった。また8社については、仕組みを整えた後、2015年度分から開示する意向を示している。残りの12社については今後内容を検討するとしている。「説明」を選んだ企業が多かったものの、遵守のための時間がほしいという主旨での「説明」が多かった。

次に「説明」が多く選択された原則は、原則4-8であり、14社が「説明」を選んでいる。原則4-8は「独立取締役の有効な活用」についてであり、独立取締役を少なくとも2名以上選任すべきであるといった内容が記載されている。14社のうち、現在独立取締役は1名だが、来年度もしくは今後2名以上の体制にするといった内容を記載している企業が最も多く10社に上る。また、現在の独立取締

役1名の体制で十分機能しているが、今後必要に応じて検討していきたい、という企業が3社となっている。最後の1社はさらに先に行く記述となっている。実は原則4-8は、後段で、自主的な判断で独立取締役を少なくとも3分の1以上選任することが必要と考える場合には、そのための取り組み方針を開示すべきとされている。最後の1社は、6名の取締役中、すでに独立取締役を3名選任し、その比率は5割に達している。しかし、少なくとも3分の1以上の選任を必要と考えるのか、考えた場合の方針等について、まだ結論を得ていないとしている。さらに、当該企業は監査役会設置会社であるが、独立取締役の人数比率等については、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社のいずれを採用し、機関設計するのかといったことにもつながることから、慎重に議論を進めたいといった内

容が記載されている。独立取締役が2名以上選任されているにもかかわらず、「説明」することを選択した例である。まさに、当該企業のガバナンスのステージに即した記載となっている。

開示が必ずしも求められていない原則について、「説明」しているケースも多い。これらのうち、10社以上が「説明」を選択した原則が1つあった。それは、補充原則1-2④であり、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべき、とされている。この原則について13社が「説明」を選択した。このうち4社がすでに議決権電子行使プラットフォームの利用もしくは招集通知の英訳に2015年度から対応しているが、対応していないもう1つのアイテムについては、今後検討するとしている。また8社が今後機関投資家や海外投資家の比率を勘案し、検討していくと説明、残りの1社は今後対応するとしている。この原則については、株主構成の状況変化を見ながら、今後の対応を考えていきたいという企業が大半であった。

(2) 企業は真摯に取り組んでいる

「説明」を選択する企業が多かった原則についてみてきたが、企業別の様子ではどうなっているか。「説明」を選んだ企業38社のうち、最も「説明」を多く選択した企業では11の原則について「説明」していた。しかし、「説明」

を選択した38社のうち6割にあたる22社では、「説明」を選択した原則項目が3つ以下に留まっている。さらに、東証が開示を要請している原則だけに限れば、38社のうち9社は全て遵守するとしているほか、16社が1つの原則のみ、9社が2つの原則のみを「説明」するとしているなど、「説明」する原則が2つ以下の企業が約9割に上っている。

開示を必ずしも求められていない原則についても開示を行っていること、「説明」を選択した原則についても、今後検討していくという記載ぶりが多いことなどを勘案すれば、企業がコーポレートガバナンス・コードについてかなり真摯に取り組んでいる姿が浮かび上がってきている。

しかし、コードを遵守していく姿勢を見せれば良いということではない。企業ごとに成長ステージや、戦略、そして企業文化は異なっている。各企業の実態に即した形で、ガバナンスを強化していくのであれば、コードは単なる“手間”で終わってしまう可能性も否定できない。

開示をみる限りにおいては、ガバナンスに対する考え方も各社各様であり、そのレベル感もバラツキがある。このバラツキこそ、各企業が自社の実態を見極めつつ、コードと向き合っている証左である。コードを“手間”ではなく、今後の成長のために経営を見つめなおす契機として捉え、自社のガバナンスに対する判断について、外部にわかりやすく説明していくことで、さらにガバナンスの強化

を図っていくという正のスパイラルを形成していくツールであると位置づけていく必要があるだろう。

■ 6. 社会実装に向けて何が必要か ～終わりなきガバナンス改革～

ガバナンス改革のツールは整ってきた。これまで企業と投資家の対話においては、業績や事業戦略などビジネスに関するものが中心であった。ガバナンスに関しては、有価証券報告書などで開示されているものの、形式についての開示が中心であり、考え方や運用の実態といったガバナンスの“質”に対する開示は乏しかった。

しかし、コーポレートガバナンス・コード、ステュワードシップ・コードともに、“質”に関する開示が求められている。企業としての大きな考え方や方針が存在していなければ、情報の利用者が満足するような内容を開示することは難しくなる。

今年に入り、日本および欧州においてその国を代表するような大手名門企業において経営者および組織ぐるみの疑いがあるような企業不正の事案が明るみに出た。コーポレート・ガバナンスの脆弱さが問題の本質と見られている。しかし、いずれの企業においても形の上から見ると、盤石なガバナンス体制を取っているように見える。外部から見るとコーポレート・ガバナンスの実態はある意味でブラックボックスであり、企業を信じるしかないのが実情である。ガバナンスの“質”は形

からでは判断できない。形に魂が入ってこそ、ガバナンス改革が実現する。

コーポレート・ガバナンス改革が社会実装されるには3つのポイントがある。第1のポイントは、企業の取り組み姿勢として、単に制度対応ということではなく、事業や戦略といったビジネスとガバナンスを結びつけて捉えることができるか、ということである。今回のガバナンス改革のゴールは、結果として持続的成長を可能とし、収益力の強化を実現することにある。法務部や経営企画部といった一部の部署が取り組むのではなく、会社全体として取り組むことできるかにかかっている。第2のポイントは、何らかの気づきを企業が持てるか、ということである。換言すればコーポレートガバナンス・コードに対して、積極的な効用を見出せるかということでもある。何らかの成功体験も必要かもしれない。最後のポイントは、コーポレートガバナンス・コードの開示情報利用者の関心が持続できるか、ということである。先に見てきたように、コーポレート・ガバナンス報告書の記載ぶりは定型的ではなく、画一的な分析は難しい。情報利用者が内容について丁寧に見るとともに、それに対する評価等を発信していくことで、企業との対話が成立する。情報の利用者が強い関心を持ち続けられるかは、実は社会実装において非常に重要な役割を果たすと見られる。これは情報の利用者にとっては負担が大きいことになるかもしれない。しかし、それを乗り越え、ガバナンス情報を分析

していくことが、求められている。これが企業との対話をより意味のあるものにしていくことに繋がっていく。

コーポレート・ガバナンス改革は今年で終わりということではない。社会情勢の変化や企業の取り組みなどに合わせて、今後もコーポレートガバナンス・コード自体がブラッシュアップされていくものと見られる。終わりのなきガバナンス改革の幕が開けた。

