

コーポレートガバナンス・コードは機能するか

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. アベノミクスにおけるコーポレートガバナンスの位置づけ

アベノミクスは、機動的な財政政策、大胆な金融政策、民間投資を喚起する成長戦略、という「三本の矢」を同時展開するものである。2013年に発表された成長戦略「日本再興戦略—JAPAN is BACK—」の中に、「コーポレートガバナンスの強化」が含まれている。その重要項目として、独立取締役選任の促進と日本版ステュワードシップ・コードの制定がある。2014年の日本再興戦略改訂版では、コーポレートガバナンス・コードの策定を目指している。

コーポレートガバナンス・コードでは、2名以上の独立取締役選任を求める内容となる予定である。日本版ステュワードシップ・コードは、機関投資家と企業の対話を促進するものであるため、機関投資家が独立取締役選任を強く求めることとなる。

日本では、欧米と比較して、日本企業（日経平均採用企業225社）の独立取締役構成比は21%と、国際的に見て低い。これが、コーポレートガバナンスの問題として、捉えられている。

一方で、米国は、同比率が84%と著しく高い。欧州でも、ネスレ、ノバルティスなど世界的な大企業が多いスイスでは、独立取締役構成比率が世界最高である。欧州では、概ね

(図表1) 独立取締役構成比の国際比較 (2014年)

	平均取締役人数	平均独立取締役人数	独立取締役構成比
スイス	10.6	9.0	85%
米国	10.8	9.1	84%
フランス	14.0	8.6	62%
オランダ	9.5	5.8	62%
英国	10.5	6.3	60%
イタリア	12.2	6.2	50%
ドイツ	14.0	NA	43%
スペイン	11.4	4.3	38%
日本	10.9	2.2	21%

(注) 日本のみ2013年。独立取締役人数について、英国は、取締役議長除く、ドイツは、株主代表のみ。
(出所) スペンサー・スチュアート、MSCI、シティグループ証券

(図表2) 先進国の時価総額上位10カ国のROE (1年後予想)

国	ROE (FY14E、%)	PBR (実績、倍)	過去10年 騰落率 (%)
スイス	16.2	2.6	117.2
米国	14.7	2.8	120.5
オーストラリア	14.0	2.0	119.2
カナダ	13.1	2.0	117.4
ドイツ	10.4	1.7	137.3
日本	9.0	1.4	56.7
フランス	8.5	1.5	76.4
英国	8.5	1.9	103.9
スペイン	7.6	1.4	94.5
イタリア	5.1	1.0	0.9
先進国	10.5	2.2	102.2

(注) 2014年11月末時点。
(出所) MSCI、シティグループ証券

半数前後が平均的である。ただし、世界的な大企業が少ないイタリア、スペインでは、構成比が低い。また、ドイツでは、制度上、独立取締役が存在しない。図表1の独立取締役構成比は独立監査役（株主代表のみ）を指す。

また、自己資本利益率（ROE）の向上も注目されている。日本は他の先進国と比較してROEが低いため、「コーポレートガバナンスの強化」によって、ROEの改善が期待されている。

■ 2. コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードとは何か

英国では、上場会社に対する規制として、コーポレートガバナンス・コードがあるのに

対し、機関投資家に対しては、スチュワードシップ・コードがある^(注1)。これらは、財務報告評議会（FRC）が策定するソフトローである^(注2)。

コーポレートガバナンス・コードの前身は、1992年に策定された。1980年代後半から1990年代初頭にかけて、BCCI銀行、マクスウェルなど、大企業の不祥事が相次ぎ、FRC、ロンドン証券取引所、会計士協会などが中心となり、キャドベリー委員会が設置された。1992年の報告書では、取締役会の監督機能強化、非業務執行取締役の活用など、コーポレートガバナンスのベスト・プラクティスが提示された。

1995年に、役員報酬に関するグリーンベリー報告書、1998年には、コーポレートガバナンスの最終報告書としてハンペル報告書が公表された。同年に、3報告書を統合し、統合コードが公表された。米国のエンロン、ワールドコム事件を契機に、ヒッグス委員会で非業務執行取締役、スミス委員会で監査委員会について検討された。2003年に、FRCが改定した統合コードでは、ヒッグス報告書の提案が反映された。そして、2010年に、コーポレートガバナンス・コードに改定された。

これは、上場規則によって、“comply or explain”原則の実施を定めている。原則に反しても、罰せられることはないが、それに従わない場合に、合理的な説明が求められる。機関投資家を主体とする「市場の規律」が圧力となって、市場原理がコーポレートガバナンスを律するという考え方である。

コーポレートガバナンス・コードは、業務執行取締役と非業務執行取締役（特に、独立取締役）の適切な構成を求めている^(注3)。独立取締役に対し、経営を監視し、業務執行取締役の報酬の適正水準を決定し、業務執行取締役の任命・解任、後継者計画策定の役割が期待されている（A.4）。非業務執行取締役は、日本の社外取締役に相当する。比較的小規模な上場会社の場合を除き、取締役会議長を除いて、少なくとも半数の独立取締役選任を求めている（B.1.2）。

非業務執行取締役のうち、1名を上級（筆頭）独立取締役に任命し、取締役会議長をサポートし、他の取締役との仲介役が期待されている（A.4.1）。また、CEOと取締役会議長の分離も推奨している（A.3.1）。指名委員会の過半数は、独立取締役を選任し（B.2.1）、監査委員会と報酬委員会は、少なくとも3名の独立取締役（小規模な会社は2名）選任を求めている（C.3.1、D.2.1）。

公開会社の取締役の選任は、モデル定款では、2年任期で、取締役会の決議か株主総会の普通決議による。コードでは、FTSE350の全取締役に対し、毎年、株主総会での選任を求めている（B.7.1）。

FRCが2010年から策定しているスチュワードシップ・コードは、機関投資家と企業の対話を促進するものである。スチュワードシップとは、機関投資家による資産運用について、顧客あるいは最終受益者の最善の利益のために、資産を注意深く管理し、投資先企業に対して、議決権行使にとどまらず、監視や対話等の行動をとることを意味する^(注4)。そして、FCAは、英国の運用会社に対して、コードを適用しているか否かを開示することを求めている。これも、“comply or explain”原則に基づく。2012年には、スチュワードシップの意義明確化、機関投資家の役割と責任の強化、利益相反の開示拡充などを反映して、コードが改正された。

この対象となるのは、英国上場会社の株式を保有し、英国で登録された機関投資家（アセット・オーナー、アセット・マネージャー）である。アセット・オーナーは、年金基金、保険会社、投資信託で、アセット・マネージャーは、アセット・オーナーから、資金を預かり、資産運用を行う者である。また、議決権行使助言機関にも適用される。スチュワードシップ・コード採用を表明した機関投資家の数は2013年6月末現在で284であるが、英国株式市場の36%をカバーするにとどまっている^(注5)。

■ 3. 日本版コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの特徴

2014年に、金融庁主導で日本版スチュワードシップ・コードが策定された。そして、日本版のコーポレートガバナンス・コードが完成し、2015年6月から適用開始の見込みである。いずれも、法的拘束力のない規範であり、英国同様、“comply or explain”原則が採用された。

日本版スチュワードシップ・コードは、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために7原則を掲げている。基本的には、英国版と同じ内容であるが、第7原則で、スチュワードシップ活動のために、機関投資家の体制整備を求めており、この点、日本独自である。なお、英国版のスチュワードシップ活動の強化（第4原則）、他の機関投資家との協調（第5原則）は、日本版にはない。

スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。自主的に受け入れる機関投資家は、受け入れ表明と方針を明らかにし、公表内容を毎年見直し・更

(図表 3) 英国の時価総額上位10社

	銘柄	セクター	時価総額 (百万ドル)
1	ロイヤル・ダッチ/シェル	エネルギー	216,631
2	HSBCホールディングス	金融	191,028
3	BP	エネルギー	121,230
4	グラクソ・スミスクライン	ヘルスケア	112,780
5	ブリティッシュ・アメリカン・タバコ	生活必需品	110,767
6	ボーダフォン・グループ	電気通信サービス	97,090
7	アストラゼネカ	ヘルスケア	94,514
8	SABミラー	生活必需品	89,965
9	ロイズ・バンキング・グループ	金融	89,811
10	ディアジオ	生活必需品	77,940

(注) 2014年11月末時点。

(出所) MSCI、シティグループ証券

新を行うことになる。

コーポレートガバナンス・コードは、株主の権利・平等性の確保、株主以外のステークホルダーとの適切な協働、適切な情報開示と透明性の確保、取締役会等の責務、株主との対話の5原則から構成される。

その中でも、企業経営に影響を与えそうなのは、独立取締役選任である。コードには、上場会社に独立取締役の2名以上の選任、そして、自主的に3分の1以上の独立取締役選任の必要性がある場合、その取組方針を開示することを求める。コードに従わない場合は、その理由を説明することが求められる。その他、財務戦略では、政策保有株式、買収防衛策に関する開示拡充、希薄化を伴う増資などの説明が求められる。

■ 4. 英国におけるコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの評価

両コードは、共に、英国発祥の制度である。コーポレートガバナンス・コードは、その前身は1992年にできたものであり、歴史は長い。それでは、英国ではこれらは成長戦略として成功したのか。残念ながら、英国の企業の成長力は高いとは言えない。

比較的歴史の浅い大手企業は移動体通信のボーダフォン・グループのみであり、他は歴史の古い企業ばかりである。米国のグーグルやアマゾン・ドット・コム、あるいは日本の楽天やヤフーに相当する大型成長企業は見当たらない。英国企業による大型株式公開や大型株式発行もほとんどない。

英国の時価総額上位企業の多くは、植民地の遺産があるが故に、今も栄えている企業で

(図表4) 英国のセクター別時価総額

(%)	英国	世界	英国－世界
生活必需品	18.2	10.4	7.8
エネルギー	13.8	8.0	5.8
素材	8.9	5.5	3.5
金融	23.8	21.6	2.2
公益事業	4.1	3.6	0.5
電気通信サービス	5.4	5.1	0.2
ヘルスケア	9.2	10.2	-1.0
一般消費財・サービス	9.1	12.3	-3.3
資本財・サービス	6.7	10.6	-3.9
情報技術	0.9	12.7	-11.8

(注) 2014年11月末時点。

(出所) MSCI、シティグループ証券

ある。エネルギーのBP、ロイヤル・ダッチ／シェル、資源のBHPビリトン、リオ・ティント、金融のHSBCホールディングス（香港上海銀行をルーツに持つ）などがその例である。生活必需品に分類されるブリティッシュ・アメリカン・タバコ、SABミラー、ディアジオは、タバコやアルコール飲料の会社である。

ハイテク企業では薬品のグラクソ・スミスクライン、アストラゼネカがあるが、いずれもクロスボーダーのM&Aによって生まれたものであって、純粋な英国企業ではない。グラクソ・スミスクラインは米国企業、アストラゼネカはスウェーデン企業をルーツに持つ。純粋な英国の大手薬品企業はない。

特に、高収益、高成長のITは、実質的に産業が育っていない。また、自動車、機械、精密などは有力企業がない、もしくは、淘汰された。つまり、成長戦略という視点では、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの効果は、英国で証明されていない。

英国よりもROEや株価上昇率の高い米国には、これらコードはない。米国のコーポレートガバナンスは、主に、会社法、証券法制、上場規則、判例法によって定められる。そして、証券取引委員会（SEC）や司法省などによる規則、処分、裁判などの影響も大きい。懲罰的損害賠償請求やクラスアクション訴訟など米国固有の制度があるため、民事訴訟がコーポレートガバナンスに与える影響も大きい。

同時に、市場による浄化作用も重要である。アクティビズム、敵対的買収（非友好的買収）の活発化は、会社の非効率性を標的とする。たとえば、会社の価値を経営者が最大化できない場合、アクティビズムや買収の標的になりやすい。つまり、米国では、厳罰主義や市場の圧力が、コーポレートガバナンスを律するという特徴がある。

(図表5) 兼務社数の多い社外取締役

名前	現職	社外取締役 兼任社数
伊藤邦雄	一橋大学教授	7
夏野剛	びあ、ドワンゴ取締役、慶應義塾大学特別招聘教授	5
浦野光人	ニチレイ相談役	5
安田隆二	一橋大学教授	5
秋山智史	富国生命取締役会長	5
坂根正弘	小松製作所相談役	4
橘・フクシマ・咲江	G&Sグローバル・アドバイザーズ代表取締役社長	4
藪中三十二	外務省顧問、立命館大学特別招聘教授	4
萩原敏孝	小松製作所特別顧問	4
棚橋康郎	新日鉄住金ソリューションズ(前)代表取締役社長	4

(注) 敬称略。兼任社数は、上場企業対象。

(出所) 各社資料、シティグループ証券

5. 日本で両コードが機能するための条件

コーポレートガバナンス強化のための金融庁の取り組みは大いに評価したい。しかし、英国で成長戦略として効果が発揮できなかったものが、日本において、効果を発揮できるのか、という点については、大きな疑問が残る。

しかし、コーポレートガバナンス・コードなどが策定された以上、これらを生かすために、日本の事情に合わせた制度設計が必要である。具体的には、以下の2点を提案したい。

(1) 独立取締役候補の増加

2014年12月16日現在の東証上場会社数は3,441社である(外国会社除く)。1社2名以上を選任すると6,882名以上の独立取締役が必要となる。それ以上に数を増やすとなると、独立取締役にふさわしい人材の確保が重要となる。

欧米では、退任したCEOは、取締役会から退くことが多く、そうした退任CEOが、独立取締役の候補となる。このため、独立取締役にふさわしい人材が豊富である。

しかし、日本で、社長は会長、相談役として長期間にわたって会社に残ることが一般的である。そして、経団連や業界団体などで財界活動を熱心に行う。このため、引退したCEOであっても、一般に、会長としてその会社の業務があり、一流企業の会長は財界活動や業界活動に忙しい場合が多い。このように、日本では独立取締役の人材が十分に確保できない。

このため、日本では、独立取締役が数社を掛け持ちする例がある。また、その独立取締

役は、本業を持っている場合も多い。日本経済新聞社による主要100社の調査では、1人が複数企業の社外取締役を兼務するケースがしており、社外取締役300人のうち、37人が2社以上を兼務し、5年前の18人から倍増した^(注6)。上場7社を兼務する例もある。

米国では、取締役の兼任について制限を課している企業が多い。S&P500対象企業の76%が制限を課し、ISSも兼任制限を推奨している。米国の実証研究では、2、3社を掛け持ちする独立取締役のいる会社は、企業価値や監視機能が低くなるとの結果が示されている^(注7)。

米国では、CEOは退任後、一定期間において、取締役から離れ、会社とは関係がなくなる場合が多い。日本でも、CEOが会長、相談役で残る期間を短くし、独立取締役候補として活躍する環境を政府や経団連が整備することが望ましい。たとえば、経団連や経済同友会などが独立取締役候補の人材プールを提供するのも一つの案である。

(2) 機関投資家のガバナンス強化

両コードにおける機関投資家の影響は大きい。資産運用会社が投資対象企業のガバナンスに対して厳しい注文をつける以上は、自身のガバナンスの強化が必要である。日本の有力な資産運用会社は大手金融機関の系列がほとんどであり、金融庁の金融審議会において、金融機関と系列運用会社のガバナンスの問題が指摘されている^(注8)。これらを踏まえて、金融庁は、資産運用の受託者（運用会社）の意識改革を求めている^(注9)。

たとえば、独立取締役がガバナンス改革に有効であるのであれば、資産運用会社自ら独立取締役の選任を進めることが望ましい。独立取締役で構成される指名委員会を設置し、資産運用会社の経営のプロを社長に任命することも有効であろう。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、企業年金連合会など公的年金や民間の代表的な年金基金のガバナンス改革も重要である。欧米では、カルパース（米国）やハーミーズ（英国）のように、年金基金が、議決権行使にとどまらず、株主提案、訴訟などによって、コーポレートガバナンス改革の先頭に立つ。現在、GPIFのガバナンス改革が検討されているが、欧米の公的年金同様、株式をインハウス運用し、かつ、議決権行使や株主提案を積極化することが望ましい。

最後に強調したいのは、リーマンショックやエンロン事件を見ても明らかなように、独立取締役が増えればコーポレートガバナンスがよくなるほど、企業経営は単純ではないことである。形式よりも実質がより重要であることは論を待たない。上記に限らず、こうした政府の取り組みが生かせるような工夫を重ねていくことが望ましい。

-
- (注1) 上田亮子「英国スチュワードシップ・コードについて」[日本投資環境研究所、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」第2回資料、2013年9月18日]
- (注2) Financial Reporting Council, “The UK Corporate Governance Code”, September 2014
- (注3) FRC, “The UK Corporate Governance Code”, September 2014
- (注4) FRC, “The UK Stewardship Code”, September 2012
- (注5) House of Commons Business, Innovation and Skills Committee, “The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making : Third Report of Session 2013?14”, July16, 2013, p. 37
- (注6) 日本経済新聞「社外取締役「複数」8割 100社調査、兼務が倍増」(2014年9月2日)
- (注7) Eliezer M. Fich and Anil Shivdasani, “Are busy boards effective monitors?”, Journal of Finance 61, February 2006, pp. 689-724, Antonio Falato, Dalida Kadyrzhanova, and Ugur Lel, “Distracted directors : Does board busyness hurt shareholder value?”, Journal of Financial Economics volume 113, Issue 3, September 2014, pp. 404-426
- (注8) 竹川美奈子「投資家目線で見えた投資信託の現状と課題」(金融審議会投資信託・投資法人法制の見直しに関するWG、2012年4月6日)
- (注9) 金融庁金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化に向けて重点的に取り組むべき事項(提言)」(2014年6月12日) 参考資料2ページ参照。