

野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部
堀江 貞之

コーポレートガバナンス・コード(案)の意義と課題

昨年12月12日に公表されたコーポレートガバナンス・コード(案)は、迅速・果敢な意思決定を経営者が行うことをサポートするための仕組みです。企業側は本コードに対応して、経営戦略・計画、経営陣幹部の選任方式の開示など、中長期の企業価値に関わる情報開示を進め、投資家の視点も踏まえた取締役会機能の強化を図ることが予想されます。中長期の企業価値評価に軸足を置く投資戦略を採用している機関投資家にとっては、投資環境の整備が拡充されることとなります。年金ファンドは、このような株式市場を取り巻く環境変化を踏まえた投資戦略の選定及び運用会社レビューが必要になると考えられます。

提示されたコーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンスには様々な意味があり、人によって思い浮かべる内容は違うと考えられます。しかし2014年12月12日に原案が提示された「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(以下、コード原案と略)での定義は明快です。コード原案では、コーポレートガバナンスを「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」と定義しています。迅速・果敢な意思決定を経営者が行うことをサポートするための仕組みであることが明示されており、不祥事を含むリスク面よりも、企業価値を向上させることを含むリターン面の改善に焦点を当てたものであることが示されています。

コード原案は金融庁と東京証券取引所(以下、東証と略)が共同事務局となり、2014年8月から12月まで、8回に亘る有識者会議の議論を経て

公表されたものです¹。この原案を基に、コーポレートガバナンス・コードの制定主体である東証が、2015年6月の適用開始を目途に、内容を詰めることになっています。実際の制定内容は、今回のコード原案をほぼ踏襲するものになると考えられます。

本稿では、このコード原案の意図を説明すると共に、それが機関投資家の株式投資にどのような影響を及ぼすのかも考えてみたいと思います。

コード原案策定の背景と目的

コード原案の序文で、策定の意図が説明されており、「平成26年6月に閣議決定された『日本再興戦略』改訂2014において、東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合う

¹ 筆者は有識者会議の13名のメンバーの1人として本コードのとりまとめの議論に参加しました。

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。

よう新たにコーポレートガバナンス・コードを策定することを支援する、との施策が盛り込まれた。」と書かれています。コード原案策定に先立ち、平成25年6月の「日本再興戦略」においては、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）について検討し、取りまとめる。」との施策が盛り込まれました。これを受け、平成25年8月、金融庁に設置された有識者会議の議論を経て、平成26年2月に『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》（以下、日本版SCと略）が策定・公表され、実施に移されています。

つまり、コード原案と日本版SC（図表1に概要を示しました）は、ともに政府の成長戦略の一環として策定されています。その目的は、中長期に亘り企業の収益力を高め企業価値を向上させることにあると言えます。企業の「稼ぐ力」を取り戻し、その収益を労働者や株主などの関係者に還

元することで、そのお金が使われ経済が活性化することを期待しているのです。

この中長期の企業価値向上という共通目標に向けては、企業経営者と投資家双方が意識を合わせることが望ましいと考えられます。企業経営者が、中長期の企業価値向上に関係する適切な情報開示を行い、投資家はその情報に基づき、経営者と建設的な対話を行うことで、両者の間で活発な議論が行われ、企業価値向上に向けての良いアイデアが生まれてくると期待されるからです。両コードが、企業価値向上に向けての車の両輪と言われるのはそのような意味からです。

コード原案の内容

コード原案は図表1の右の通り、5つの基本原則から構成されています。コードの策定に当たって、「OECD コーポレートガバナンス原則」を踏まえるものとする明記されたことを受けて、コード原案の内容は同原則の趣旨に即したものと

図表1. 日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの概要

日本版スチュワードシップ・コード(2014年2月制定)	コーポレートガバナンス・コード(2015年3月制定)
1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	1. 株主の権利・平等性の確保 : 上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働 : 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。	3. 適切な情報開示と透明性の確保 : 上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。	4. 取締役会等の責務 : 上場会社の取締役会は、 株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、 (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと (3) 独立した客観的な立場から、経営陣(執行役・執行役員を含む)・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。こうした役割・責務は いずれの機関設計の場合でも、等しく適切に果たされるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。	
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。	5. 株主との対話 : 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

(出所) 金融庁の資料を基に野村総合研究所が作成

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。提供されました御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。

っています。ただしOECD原則は2015年に改定予定であり、その改定内容を先取りしてコード原案に反映していること、またOECD原則にはなかった「株主との対話」が第5原則として追加されている点が特徴的です。「株主との対話」は、イギリスやシンガポール等の諸外国のコーポレートガバナンス・コードには入っており、日本版SCと平仄を合わせる意味で重要と考えられ加えられたものです。

コード原案では、5つの基本原則を記した上で、その基本原則をより詳細に規定した幾つかの原則と、さらにその原則の意味を明確にするために、補充原則が記述されています。5つの基本原則の下に記述された各原則の数は30、補充原則数は38と、総数68もの原則が示されています(図表2を参照)。序文・基本原則を除いても21頁に亘り詳細な記述が行われており、かなりのボリュームになっています。

ともすると、これらの原則に対して、杓子定規に全て準拠表明をしようという対応を考えている日本企業も多いのではないかと思います。しかし、中長期の企業価値との関係を無視して、コード原案に対する準拠表明を行うのは本末転倒です。そもそも本コードは、「遵守か説明か²」に基づくソフトローであり、準拠表明する場合でも全ての原則に対する遵守義務はありません。コードを遵守しない場合には何故遵守しないのかを説明をすれば良いわけです。例えば、基本原則4-8「独立社外取締役の有効な活用」はマスコミでも注目されている原則で、「資質を十分に備えた社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである」と規定されています。しかし、例えばある企業が事業内容の悪化に伴い業績が大きく下降、CEOのリーダーシップの下に権限を集中して経営再建を行っていたとします。そのような状況下では、「当社は、現在、経営再建途上にあり、再建スピードを

図表2. コーポレートガバナンス・コード原案の基本原則

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
1-1. 株主の権利の確保(補充原則:①~③)	2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定	3-1. 情報開示の充実(①、②)	4-1. 取締役会の役割・責務(1)(①~③)	4-8. 独立社外取締役の有効な活用(①、②)	5-1. 株主との対話に関する方針(①~③)
1-2. 株主総会における権利行使(①~⑤)	2-2. 会社の行動準則の策定・実践(①)	3-2. 外部会計監査人(①、②)	4-2. 取締役会の役割・責務(2)(①)	4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質	5-2. 経営戦略や中長期の経営計画の策定・公表
1-3. 資本政策の基本方針	2-3. 社会・環境問題をはじめとする持続可能性を巡る課題(①)		4-3. 取締役会の役割・責務(3)(①、②)	4-10. 任意の取り組みの活用(①)	
1-4. いわゆる政策保有株式	2-4. 女性の活用を含む社内多様性の確保		4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務(①)	4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件(①~③)	
1-5. いわゆる買収防衛策(①)	2-5. 内部通報(①)		4-5. 取締役・監査役等の受託者責任	4-12. 取締役会における審議の活性化(①)	
1-6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策			4-6. 経営の監督と執行	4-13. 情報入手と支援体制(①~③)	
1-7. 関連当事者間の取引			4-7. 独立社外取締役の役割・責務	4-14. 取締役・監査役のトレーニング(①、②)	

(出所)金融庁・東京証券取引所の資料を基に野村総合研究所が作成

² 英語では、「Comply or explain」と言います。

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等を行わないようお願い致します。

アップさせるため、CEOが取締役会議長を兼任、また独立社外取締役を置かず内部取締役だけの構成で経営の意思決定の迅速性を最優先し、経営を進めていきます。」というような形で記述をすることが可能です。特に、中長期の企業価値に焦点を当てた投資戦略を採用する海外の運用会社には、外形基準に囚われることなく、真の企業の強さを見抜こうとする特徴があります。企業は中長期の企業価値を上げるという視点から堂々とその主張を述べるべきだと思います。

企業はどのように対応すべきか

冒頭に述べましたように、コード原案の狙いは、迅速・果断な意思決定を経営者が行うことをサポートすることです。経営者が、自らの経営内容を投資家等に分かりやすく説明することが不可欠です。既に機関投資家と経営戦略等についてかなり詳細な議論を行っている、グローバル展開した日本企業の経営者も多く、そのような企業にとっては、既に実行していることを、そのまま素直に記述するだけでも考えられます。

とはいっても、取締役会の実効性確保のための前提条件の整備やその分析・評価を行うこと(原則4-11)、政策保有株式の方針開示・中長期的な経済合理性の説明(原則1-4)、諮問委員会等の設置による統治機能のさらなる充実(原則4-10)、経営戦略・経営計画の策定・公表における収益性・資本効率等の目標開示(原則5-2)など、その記述において、企業が十分な時間を掛けて検討すべき項目も多いと考えられます。

あくまで私見ですが、企業は最低限、以下の3つの視点から準備を行うべきではないでしょうか。ただしこれは株式投資家の視点から考えたものであり、全ての利害関係者の立場を考慮したものではないことを申し添えておきます。

- ① 投資家の視点も踏まえた経営戦略・経営計画の策定・公表(原則5-2)

- ② 投資家の視点も踏まえた取締役会機能の確立(原則4全般)

- ③ 投資家への説明責任の担保(原則3等)

株式投資家の観点から最も重要なことは、投資先企業が株式価値を増加するかどうかです。

①は株式価値を含めた企業価値向上の戦略や計画をしっかりと立て、公表することです。株式投資家の視点から言えば、「資本コスト」を上回る収益を獲得できなければ、その企業は「価値破壊企業」となるわけです。従って、株式投資家からみて最も重要な情報開示は、資本コストの考え方の明示、資本コストを中長期的にどの程度の水準で上回ろうとしているかの目標値の明示、その目標値をどのように達成しようとしているのかの方法の説明³、の3つが最低限必要であると考えられます。この3つの情報は、企業経営者と機関投資家が、中長期の企業価値に関する議論を行う上で、基本データになると考えられます。日本版SCが実効性を持つためにも、企業からこれらの情報開示が必要ではないでしょうか。

②は、取締役会を投資家の視点も踏まえた意思決定を行う機関設計にすべきだということです。今回、コード原案策定の中で論点になったポイントの一つは、株主総会、取締役会、経営会議の役割分担をより明確にすべきではないか、という点です。例えば、日本の株主総会では配当を含めて非常に広範囲に亘る議案が決議されているのが通常です。しかし、取締役会に株主としての意見が十分に反映される機関設計がなされているのであれば、株主総会から取締役会に権限委譲を積極的に行い決算に関連する項目は取締役会の決議事項とすべきとの考え方も支持されると思います。株主総会は取締役選任などより

³ 例えば、株式投資家には、売上高利益率(マージン)、総資産回転率(ターンオーバー)、総資産負債比率(レバレッジ)に区分してそれぞれの目標水準を示すような開示が理解しやすいと考えられます。

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。提供されました御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。

重要な限られた事項に集中すれば良いわけでは

一方、経営会議と取締役会の役割分担については、経営会議にもっと権限委譲してよいのではないかという意見がありました。経営会議で議論すべき詳細な議案まで取締役会に掛けられ、経営計画等の重要な議案審議に十分な時間が掛けられないという危惧からです。本来の取締役会の機能としては、中長期に亘る会社経営の方向性を検討する案件に集中することが適切だと考えられます。

ポイントとなるのは、投資家の視点も踏まえて取締役会が意思決定をしているのかどうか、という点です。この点さえしっかりと確保されていれば、今よりも取締役会が中長期の企業価値向上を図るための意思決定を十分行うことが出来ると考えられます。「2名以上の独立社外取締役の選任」といった外形要件ばかりがマスコミ等で取り上げられることが多いようですが、ポイントはそこではありません。投資家等の視点も踏まえた、中長期の企業価値向上を目指す意思決定を行うことが出来る取締役会とはどのようなものなのか、それを各企業が自らの事業環境を踏まえて考えることが最も重要なのです。

③は、投資家への説明責任の担保です。①で中長期の企業価値向上を目指す上での方針開示を求めましたが、それだけでは十分とは言えません。経営戦略・経営計画の他に、経営陣幹部の選任方針及び手続き、報酬決定方針の開示などから、政策保有株式、買収防衛策に至るまで、株主の視点から見て企業価値に影響を与えると考えられる事項の開示が求められています(原則1、3)。

コード原案への準拠表明は投資家との対話促進に効果

コード原案への準拠表明は、投資家との建設

的な対話を促進するための、有益な情報提供ツールになると考えられます。今回のコード原案は、企業価値に関係する幅広い経営の意思決定事項を、投資家を含めた関係者に開示することを求めているからです。その際注意すべきは、説明内容が企業価値を基準に考えたものでなければならない点です。全ての項目について法的な観点を踏まえて書く形式美を整えるようなものとは異なり、企業価値との関連が明確に理解できるものでなければなりません。

経営者自ら、もしくは経営企画やIR部門が主導して、前述した3つの視点から基本方針を明確にすれば、自ずと多岐に亘るコード内容を記述できるものだと考えられます。中長期の企業価値に関心の高い投資家に、自らの企業価値を理解してもらう上で絶好の機会が来たと考えて対応することが、企業にとって株式市場での正当な評価を得る上で重要だと考えられます。

機関投資家が行うべき対応

ではコード原案に従い企業が開示を行った場合、年金ファンドを含めた機関投資家はどのような対応をすべきでしょうか。日本版SCでは、機関投資家が投資先企業との建設的な対話を通じ、企業の中長期的な成長を促すことが、その目的の一つとして掲げられました。今回のコード原案に企業が対応すると、機関投資家との対話に不可欠な情報がほとんどの企業から提供されることとなります。中長期の企業価値を見極めることを基本に投資戦略を実践している機関投資家にとって、環境が改善することになります。

企業と機関投資家の間で必要な情報提供が適切になされる環境が整えば、運用会社の投資先企業への理解はより進むものと考えられます。年金ファンドが、運用会社に投資先企業の保有理由を尋ねた際にも、明確な回答ができるのではないのでしょうか。投資先企業の対応が進むこと

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。

で、年金ファンドの運用会社の投資戦略への理解が進む、そのようなインベストメントチェーンの

間での理解の進展が、このコード原案の普及によって進むことを期待したいと思います。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて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
(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

— 次号のお知らせ —

次号は

1月19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。提供されました御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。

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)(20万円以下の場合は、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