

## 異次元のコーポレートガバナンス改革

2015年4月7日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

これまで日本では、企業のコーポレートガバナンス改革（以下、ガバナンス改革）に向け、様々な制度改正が実施された。2002年には商法大改正、2006年には商法から分離して会社法が施行、2009年にはJ-SOX法が施行され、日本の会社を取り巻く法体系は英米に並ぶものになるとされた。同年に東証はコーポレートガバナンス報告書の提出と公開を義務化した。

にもかかわらず、実態として大きな変化があったとは言い難い状況だった。だが、ここに来て急速にガバナンス改革が企業実務に浸透し始めた。日本の株価は2015年1-3月期に大方の予想を裏切るほど高騰したが、その最大の背景要因と見て良いのではないか。特に決算期を迎える企業が多い2月末、3月末にかけては、株主名簿に名前を載せることで株主還元を受け取る権利を確保したいとの思惑から、キャッシュリッチ企業など一部銘柄が高騰した。

以下、ガバナンス改革が企業実務に浸透し始めた背景を、順を追って見てみよう。

### (1) 安倍政権が国策として成長戦略を推進

2013年6月に安倍政権が発表した成長戦略では、ガバナンス改革が成長戦略の一環に位置付けられ、同時に実現に向け3年間の工程表が発表された。これは当初、中身の乏しい成長戦略を華やかなものに見せかけるための小手先の策だとも揶揄された。しかし、全体的に遅延気味の成長戦略の中で、ガバナンス改革はほぼ当初の計画通りに進んでいる。

図表1 ガバナンス改革に関する工程表〔2013年6月時点〕

### 中期工程表「緊急構造改革プログラム(産業の新陳代謝の促進)③」

	2013年度			2014年度	2015年度	2016年度～	KPI
	概算要求 税制改正要望等	秋	年末	通常国会			
事業再編・ 事業組換の 促進	収益力の飛躍的な向上に向けた 経営改革を促進するための支援措置の検討			必要な措置の実施			
	過剰供給構造にある 分野の再編促進の方針決定			法案の提出→施行		法の執行	
	社外取締役の導入 に関する会社法改 正案の策定			法案の提出		施行の準備・法の執行	
	コーポレートガ バナンスの強 化			機関投資家が適切に受託者 責任を果たすための原則の 検討・とりまとめ			
				企業における経営改善や事業再編を促すための施策の検討の加速			
				インデックスの 概要の公表			
				インデックスの設定		施行の準備・執行	
				上場基準における社外取締役の位置付けの明確化			
				「事業引継ぎ支援センター」を全国展開			
				事業引継ぎのマッチングを促進			
				研究会を立ち上げ個人保証に 関するガイドライン策定			
				ガイドラインの利用促進 (代替的融資手法の充実・利用促進など)			

出所：成長戦略中長期工程表(案)（注1）

「コーポレートガバナンスの強化」で取り上げられた5項目を上から順にみると、(1)社外取締役の導入に関する会社法改正は、2014年6月に成立、2015年6月から施行される。社外取締役の要件は、

関係者の親族を除く、10年の冷却期間を置いたその会社の出身者、などに厳格化される。公開会社や大企業や有価証券報告書を提出する企業は、社外取締役を置かない場合、その理由を株主総会で説明しなければならなくなる。(2) 機関投資家が受託者責任を果たすための原則は、2014年2月に金融庁の有識者会議が定めた「責任ある投資家の諸原則 日本版スチュワードシップ・コード(注2)」で実現した。ほとんどの主要な機関投資家は受入れを表明したので、既に対話を通じて企業の持続的成長に関与している。(3) 企業の経営改善や事業再編を促す施策は、金融庁の「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が取りまとめた「コーポレートガバナンス・コード原案(注3)」を、金融庁と東証が正式決定(注4)、本年6月1日より東証の上場企業を対象に適用が始まる。最大の特徴は「中長期的な企業価値の向上」を実現するメカニズムを整備した点だ。(4) 株式インデックスは、「投資家にとって投資魅力の高い会社」をベンチマークとして2014年1月に通称「日経400」が新設され、既に多くのインデックス投信も販売された。(5) 上場基準における社外取締役の明確化は、(1)の会社法改正による要件の厳格化に加え、東証が上場規則を変更して2名以上を選任し、しない場合は理由を説明するように改められた。この問題は、長く経団連が社外取締役の設置に反対してきた経緯から、2014年の会長人事にまで影響を与えたとみられている(日経ビジネス2014年1月20日号)。

このようにガバナンス改革が順調に進む理論的支柱となったのは、2013年7月に経済産業省に設置された「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトだ。2014年8月には最終報告書、通称「伊藤レポート(注5)」が公表された。一般に日本企業では、慣行として製品やサービスには保証が付けている。従業員は最高裁判例を根拠に雇用が保障されている。しかし、株主に対しては何の保証もない。この非対象な関係を見直そうというのがこのプロジェクトの基本的な発想である。そのための具体策として、「持続的成長の障害となる慣習やレガシーとの決別を」、「資本効率革命」と企業がコミットすべきROE8%基準の導入、投資家と企業の「高質の対話」と「共創」など「対話先進国」、「全体最適に立ったインベスト・チェーン変革を」、などが提言された。

更に、(3)の企業の経営改善や事業再編を促す施策の追加として、2014年6月に発表された成長戦略では、企業価値の向上とガバナンス改革の結果としての企業の「稼ぐ力」が前面に押し出された。2014年6月に経済産業省に設置された「日本の「稼ぐ力」創出研究会」では今も議論が続けられているが、2015年以降に導入される新たな措置については、民間ベースでROE目標が既成事実化しつつある。

伊藤レポートでは、稼ぐ力の基準としてROE8%が一つの基準とされた。この基準は、取締役の選任など株主が議決権を行使するに当たり、賛成するか反対するかの指針になる。一方、議決権行使の助言企業の手であるISS社は、2014年11月に「ISS議決権行使助言方針(ポリシー)改定の正式決定について(注6)」を公表した。ISS社は、ROE5%を取締役選任の基準として設定するものの、満たしていなくても改善傾向にあれば「反対を推奨しない」とした。ISS社の助言に従えば、5年平均でROE5%に満たず改善傾向にはない企業の取締役は、再任されないこととなる。

## (2) 企業のガバナンス改革に向けた姿勢の変化

安倍政権がガバナンス改革を国策として推進したことで、企業の姿勢も大きく変わった。

2014年春頃から一部企業が自社株買いや特別配当を発表、株価も強く反応する事例が増えた。そして今年に入り、特に業界の盟主と目される企業の変化が目立ち始めた。これは、財界をあげてガバナンス改革を進める先駆けとなる可能性がある。たとえばファナックのように株主の要求を聞かないことで有名だった大企業が、株主還元の強化や株主との対話などのガバナンス改革を打ち出した。ファナックの場合、大株主の外資系ファンドからの圧力が取り沙汰されている。表面的なきっかけはそうかもしれないが、背景は、政府がガバナンス改革を国策として推し進めた事と見るのが自然だろう。三菱重工は、かつては経営者がROEを軽視することで有名だったが、重視する方針を明確にした。3月には大成建設

が初めて ROE 目標と配当性向を数値で明示した。

畢竟バガナンス改革とは、企業経営に明示的な規律を取り入れ、取締役の経営に関する意思決定の責任を問うメカニズムの構築だ。そして、伊藤レポートで過去との「決別」が謳われたように、これまでの日本のガバナンスの基準を英米など海外と比較すると、一般にぬるま湯体質だったと見られている。それ故に、厳しいガバナンス改革を主張する経営学者は、財界の集まりでは煙たがられる存在だった。

ところが最近は全く逆で、ガバナンス改革を指導して欲しい、という要望が相次いでいるという。3月31日の日経新聞は、その様子を以下のように報道した。「2人以上の社外取締役選任を求めるコーポレートガバナンス・コードの導入をきっかけに、日本の上場企業が候補者探しに走っている。3000人超の候補が必要ともされ、人気が集中する一部大学教授などの報酬が高騰しているという」。

政権が利害関係者の反対を押し切り原理原則を通して改革を進める姿は、農業改革と全く同じ構図だ。

### (3) 駆け込み ROE 達成、株主還元、株主総会対策

今年の3月決算の企業は、6月に株主総会を迎える。その時期には、コーポレートガバナンス・コードが施行される。その際、取締役の選任においては、議決権行使の助言企業の大手である ISS 社の5%基準の方針が強い影響力を持つ可能性が高い。

投資家サイドでは、3月末の株主名簿に名前を載せて特別配当などの権利を確保する動きが出た。4月から5月にかけては、6月の株主総会に向け、ROE 向上に向けた自社株買いや特別配当などの措置が相次いで発表される可能性がある。4月以降の株価の方向性を決める大きな要因になると見込まれる。

### (4) 外部へのベンチャー投資でコーポレートガバナンス体制の強化を要求

昨今は大企業が子会社ではなく外部とコラボする形でのベンチャー投資が増えている。連結子会社であれば実態上は親会社と同一なので、ガバナンスの問題は従前と変わらない。しかし、外部企業への出資となると、取締役派遣や大株主としての権利確保などガバナンス体制の整備を要求する必要性が生じる。この構造が、逆に自社の株主に対する責任を振り返るきっかけにもなっていると見られている。

以上、ガバナンス改革が異次元のスピードで急激に浸透する背景を追った。現時点では些か期待先行な面はあるが、日本人社会は、一度方向性が決すると群集行動のように変わることもある。当面は実務の現場で試行錯誤が続くだろうが、日本企業のガバナンス改革が着実に浸透することを期待したい。

以上

(注1) <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/skkkaigi/dai11/siryoul-3.pdf>

(注2) <http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>

(注3) <http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1.html>

(注4) [http://www.nikkei.com/article/DGXLASFL05HEF\\_V00C15A3000000/](http://www.nikkei.com/article/DGXLASFL05HEF_V00C15A3000000/)

(注5) <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>

(注6) <http://www.issgovernance.com/policy-gateway/2015-policy-information/>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。