

# 新たな段階を迎えた「コーポレートガバナンス」(企業統治)

2015年5月1日

### コーポレートガバナンス・コードが実施へ

我が国におけるコーポレートガバナンスの取り組みが転換を求められている。平成26年2月に、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ために果たすべき諸原則をまとめた、いわゆる「日本版スチュワードシップ・コード」(スチュワードとは財産管理人の意味で、スチュワードシップは財産管理人の心がけ、具体的には機関投資家が、企業の顧客・受益者の利益ために採用すべき諸原則のこと、平成27年2月現在受け入れを表明した信託銀行、信託会社、生損保、年金基金等は184社)が策定・公表され実施に移された。また、平成26年6月には、外部取締役を選任しない企業の説明義務を盛り込んだ会社法改正案が成立している。更に我が国の成長戦略を推進するために平成26年6月に閣議決定された「日本再興戦略改訂2014」に基づいて策定が促されていた「コーポレートガバナンス・コード」(以下「本コード」という。)に関する原案がこの3月に、金融庁・東京証券取引所を共同事務局とする有識者委員会で取りまとめられた。本コードは東京証券取引所において必要な制度整備を行ったうえ、平成27年6月からの適用開始を目指すとしている。

### コーポレートガバナンス・コードの性格

コーポレートガバナンスとは、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うえで、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味しており、特に、本コードは、会社は株主から経営を付託された者としての受託者責任をはじめとして、様々なステークホルダーに対し重い説明責任を負って運営されるべきであるとの認識の下で、これまでの不祥事防止といった消極的機能重視の側面を超えて、攻めのガバナンスによる中長期的な企業価値の向上を目指す目的をもって策定されていることがポイントである。

本コードは法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではないが、実施に当たり、「コンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain)」(原則通り実施することを基本としつつ、実施しない場合にはその理由を説明する)の手法を採用している。すなわち本コードの各原則の中に、自らの事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、その「実施しない理由」を企業が自らの責任で十分説明することにより、その一部の原則を実施しないことをも容認している。

### 社外取締役を巡る課題

特に注目されるのが独立社外取締役の活用を謳う「原則4-8」であり、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように、役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである」との定めである。

社外取締役を選任している1部上場企業の割合は、東京証券取引所、日本取締役協会が実施している「上場企業のコーポレートガバナンス調査」によれば、2004年の30%から2014年には74%へとこの

10年で大きく上昇しているが、2名以上の社外取締役を選任している上場企業の割合は2004年では15%、2014年でも34%に過ぎない。

社外取締役についてはすでに会社法（平成26年改正後）や上場規則が1名以上の設置規定を置いており、実務上もこれに沿う対応が進んでいるが、本コードでは、企業との利害関係のない「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである」と明記していることが重要である。これまでも、独立社外取締役が1名だけでは、取締役会において孤立無援状態になるとの弊害がしばしば指摘されており、適切な人材を2名以上起用できれば、社内のしがらみや因習にとらわれない社外取締役による率直・活発な建設的な意見が相乗効果を持って企業経営にプラスに利いてくると期待する向きがある一方、人材難等を理由に実効性を疑問視する意見もある。4月8日の日本経済新聞朝刊報道「変わる取締役会」によれば、「社外取締役の比率が高い企業の方が増益率が高い」との社外取締役の設置に肯定的な見解と「大企業では社外取締役と株価、業績向上との関係は見られない」という否定的な見解との両方を紹介し、現時点で評価は定まっていないとコメントしている。

これに関連して、4月17日の日本経済新聞は、今日のコーポレートガバナンスコードが企業統治の質を高め得るかどうかについて、経営共創基盤の富山和彦最高経営責任者の発言、「社外取締役を交えて次期社長を選ぼうとしているかどうか」が焦点」を引用した。

現在日本の株式の投資主体別の保有比率は海外投資家が3割を占め、最近の株式売買代金の過半が海外投資家であることを考慮すれば、本コードに適合した企業行動をとるかどうかは、次第に外部評価上、大きな意味をもってくる可能性は否定できない。会社の経営陣は、企業価値の向上という企業の本来的な使命のために、この際、腹を据えて、本コードを活用する意思を持つことが重要であるように思われる。4月17日の日本経済新聞の大場昭義東京海上アセットマネジメント社長のコメント「海外の投資家は、企業の統治改革を冷静に品定めしている」はこの意味での重要な指摘である。

#### 低いROEの是正のために

ところで、良く知られているように、日本の上場企業のROE（自己資本利益率）はここ5年程度の上場企業の平均でも8~9%程度（法人企業統計ベースでは7%程度）（過去20年の平均では5%程度）と欧米企業に比して低水準である。ROEを要因分解すると

$$ROE = \text{当期純利益} / \text{売上高} \times \text{売上高} / \text{総資産} \times \text{総資産} / \text{自己資本}$$

となり、第一項が売上高当期純利益率を、第二項が総資産回転率を、第三項が財務レバレッジを表す。現在、第一項の売上高当期純利益率はリーマンショック前の水準をやや上回るまで改善が進み、第二項の総資産回転率がほぼ下げ止まる中で、ROEが欧米の0.15(15%)以上というレベルから見て、日本が引き続き低水準で低迷を続けている主たる要因は、第三項の財務レバレッジの低下傾向にがまだ歯止めがかかっていないところに求められよう。

ROEの時系列変化（金融業・保険業を除く全産業）

	売上高当期 純利益率（税引前）	総資産回転率	財務レバレッジ	ROE= × ×
平成 15 年度	0.021	1.08	3.82	0.079
平成 16 年度	0.023	1.11	3.36	0.086
平成 17 年度	0.029	1.12	3.32	0.107
平成 18 年度	0.031	1.13	3.05	0.108
平成 19 年度	0.030	1.17	2.98	0.103
平成 20 年度	0.015	1.08	2.95	0.046
平成 21 年度	0.017	0.95	2.90	0.046
平成 22 年度	0.025	0.96	2.81	0.066
平成 23 年度	0.026	0.94	2.86	0.071
平成 24 年度	0.029	0.96	2.67	0.074

（注）法人企業統計（財務）による。

それでは、財務レバレッジが上向かないのはなぜかと言えば、これも多くの論者が繰り返し指摘しているところであるが、バブル崩壊後 20 年以上にわたる経済停滞の中で、企業の事業行動が総じて消極化し、企業の内部留保は 300 兆円を超える規模にまで増加、日本の金融業を除く上場企業 1695 社の約半数が無借金企業である状況が生まれているなかで、今後借入を増やして、設備投資を行う余力自体は非常に高い状況と判断されるにもかかわらず、企業の抱く期待成長率があまり上向かないため、それが顕在化しないためである。

企業が累積した余剰資金の機会費用は相当大きい。経済産業省が取り組んでいた「持続的成長への競争力とインセンティブプロジェクト」（座長:伊藤邦雄 一橋大学大学院商学研究科教授）の調査（2014 年 8 月公表）によれば、グローバルな投資家との対話を踏まえると、自己資本に対して株主が持つ期待利回り（キャッシュ・オン・キャッシュ）は 8%を超えるという。そうであれば、会社経営陣はこうした期待利回りを顕在化させる受託者責任を負っていると考えべきであり、借入れによる負債比率の引き上げと合わせて、ROE を最低でも 8%程度以上に高めるべく、迅速・果敢な意思決定を行うことが期待されていると言えよう。その意味で、本コードは独立社外取締役の本来的な活躍を通じて、そうした動きを促す大きなきっかけ与えるものであり、これが成長戦略による経済好循環の実現に奏効することが期待されるのである。

（荒井 俊行）