

No.8 2015.2

# コーポレート ガバナンス・コード

取締役会の責務など上場企業のあるべき姿を定める「コーポレートガバナンス・コード」(企業統治原則)が、東京証券取引所により策定される。コードに基づき経営の透明性が高まれば、企業価値の向上にも寄与し、内外投資家の信頼を高めることにつながるとされる。企業がコードを導入する意義やその留意点とは何か。

MyVision

【企画】  
翁 百合

## CONTENTS

## 識者に問う

## コーポレートガバナンス・コードの導入で 日本企業はどう変わるのか

対話により、企業価値を  
向上させよ

**伊藤邦雄**

一橋大学大学院商学研究科教授

OECD原則の目的は  
経済成長、投資や価値の創造

**マッツ・イサクソン**

OECD企業課長

企業統治は  
日本的発想に沿ったもの

**斉藤 惇**

株式会社日本取引所グループ  
取締役兼代表執行役グループCEO

取締役会の活性化と、  
議決権行使を

**柴田拓美**

日興アセットマネジメント株式会社  
代表取締役社長 兼 CEO

社長が成否のカギを握る

**川村 隆**

株式会社日立製作所 相談役

## 識者が読者に推薦する1冊

## 企画に当たって 翁 百合

## 対話により、企業価値を向上させよ

**伊藤邦雄** 一橋大学大学院商学研究科教授



コーポレートガバナンスの要諦は、経営者や内部取締役が自らを律する「自律」にある。その自律を補完する「他律」の役割を担うのが社外取締役だ。社外取締役には、企業経営の行き過ぎを抑制するための「モニタリング」と、企業価値を向上させ、稼ぐ力を強めるための「アドバイス」の2つの機能がある。現在の日本においては、経営者の暴走を抑えるというよりは、必要なリスクを取るために経営者の背中を押すことが、社外取締役に求められている。

米国では、取締役会の規模や社外取締役の参画度などのガバナンスの要素が企業価値や収益性に影響を与えているというデータがある。つまり、社外取締役を入れればそれで良いということではない。「社外」という外の視点から、中長期的な成長シナリオに貢献するアドバイスができる人を選ぶ

こと、そして、そのアドバイスを成長につなげるべく傾聴するという経営者の姿勢がなければ機能しない。

他方、経営者は投資家との間でも、中長期的な企業価値の向上に向け、緊張感と協調性を維持しつつ対話することが求められる。昨年夏、私が座長としてまとめた『持続的成長への競争力とインセンティブ』と題した「伊藤レポート」は、企業価値は経営者だけがつくるのではなく、投資家との「協創」でつくられるという視点に基づき、企業と投資家による質の高い対話を求めている。対話の前提としては、財務情報のみならず、無形資産などの非財務情報も含めて、投資家側への中長期的な企業情報の開示や報告の在り方が検討されるべきだろう。それが中長期的な投資家を増やすことにもつながる。

## 企業統治は日本的発想に沿ったもの

**斉藤 惇** 株式会社日本取引所グループ 取締役兼代表執行役グループCEO



いかにすぐれた経営者がいたとしても、永遠に経営にあたるわけではない。企業の持続性を担保するために、経営へのブレーキとアクセルが機能する仕組みを埋め込むこと、それがコードの本質である。コードは法律ではないので強制力はないが、コードに従わない場合はその理由を説明する必要がある。納得のいく説明がなされなければ、株主・投資者から改善を求められる。市場理論がそのベースにある。

コード、ひいては企業統治そのものの考え方は、民主主義の発想からきている。日本では、上場会社の主権者ともいえる株主への認識があまりにも甘く、株主の声が経営に反映されないことが多い。株主資本に対する利益率を高めないと企業の株価は上がらないが、それに対する意識が、経営者のみならず年金や投資信託の運用者までも甘い。さらには運用

の委託者においても甘い。米国では、年金資産の運用低迷や不正利用が問題となり、1974年に受託者責任が法定化された。運用者は委託者の利益に対して忠実に運用しなければならない。この効果もあり、経済規模が日本の倍以上の米国が年に3～4%の経済成長をも達成してきた。この歴史に日本も学ぶべきだ。

もちろん、コードを順守して形を整えるだけで、収益率が上がるわけではない。しかし、産業再生機構での自らの経験に照らせば、コードの効果は明らかにあると考えている。重要なのは企業トップの姿勢だ。企業統治は、経営者の独断とならないよう、社外の声も謙虚に聞いて経営していこうというものだ。極めて日本的発想だと思っている。

### 識者の紹介

#### 伊藤邦雄 (いとう・くにお)

持続的成長の実現は企業価値の創造にあると主張。日本企業が直面する課題や現実に即した研究や提言に定評がある。専門は会計学、コーポレートガバナンス論。一橋大学卒業。商学博士。一橋大学商学部助教授、スタンフォード大学フルブライト研究員等を経て、1992年より現職。2004～2006年一橋大学副学長。日本会計研究学会会長、日本IR学会会長等の公職のほか、三菱商事、東京海上HD、東レ等の社外取締役も兼任。著書に『新・現代会計入門』（日本経済新聞出版社、2014年）ほか。

# コーポレートガバナンス・コードの導入で日本企業はどう変わるのか

コーポレートガバナンス・コード(企業統治原則)が目指す目的とは何か。

日本企業の企業価値を向上させる有効な手段たりうるのか。

日本取引所グループ・上場企業・機関投資家のトップ、  
また学識者やOECDの企業統治担当者に聞いた。

インタビュー実施:2014年12月 聞き手:分部政樹(NIRA研究コーディネーター)

## 社長が成否のカギを握る

**川村 隆** 株式会社日立製作所 相談役

コーポレートガバナンスの中心は社長である。社長が企業価値の向上をしっかり進めなければ、いくら周りでいろいろなことを考えてもうまくいかない。取締役会の役割は、社長がやらなさ過ぎる時にはネジを巻き、やり過ぎた時にはそれを抑える。大学入試に例えれば、取締役会は家庭教師で、社長は受験生のようなもの。結局は、大学を受けるのは受験生自身だ。受験生ががんばらなければどうしようもない。しかし、たとえ良い社長でも、長い間には気力が薄れたり、腐敗したりということもありえる。そういう時には取締役会が働いてそれを正し、社長の罷免をも含めてやらねばならない。

当社は、外国人取締役を入れることで、グローバルな目線を取り込んでいる。取締役会において、執行役が海外の人を含む社外取締役との議論を侃々諤々とやり、そこで

納得を得られれば、「この案は世界に通用するな、よし、出て行け」となる。い  
わば、取締役会でグローバル競争を仮想体験しているの  
である。

また、コングロマリット(複合会社)である当社には、さまざまな子会社がある。取締役会決議事項をできるだけ少なくし、子会社の社長に権限を委譲することで、経営のスピードが飛躍的に高まった。その一方で、上場していない子会社でも、社長が自ら直接IR(投資家向け情報提供)を実施している。機関投資家もそれに対応して、直接いろいろな意見を言うてくる。子会社の社長の責任感が大きく違ってきた。本  
社にしる子会社にしる、社長は上手に外の声を活用すれば、  
良い統治ができるし、良い経営ができる。



## 斉藤 惇 (さいとう・あつし)

東京証券取引所を擁する持株会社のグループCEO。2007年の社長就任以来、コーポレートガバナンス向上に取り組み、現在とりまとめ中のコード策定にも尽力。  
慶應義塾大学商学部卒。野村證券株式会社代表取締役副社長、住友ライフ・インベ  
ストメント株式会社代表取締役社長、同社会長を経て、株式会社産業再生機構代表取締  
役社長。数多くの企業再生案件を手がける。2007年より株式会社東京証券取引所代  
表取締役社長、2013年大阪証券取引所(現大阪取引所)との経営統合に伴い、現職。

## 川村 隆 (かわむら・たかし)

日立製作所のトップ在任時に、委員会設置会社への移行、海外社外取締役の活  
用などのガバナンス改革を断行、業績のV字回復を成し遂げた。  
東京大学工学部卒。株式会社日立製作所代表取締役副社長を経て、日立ソフト  
ウェアエンジニアリング株式会社(当時)取締役会長ほか、関連各社会長を歴任。  
リーマンショックによる日立の業績悪化を受け、2009年に日立製作所に戻り、代表  
執行役執行役会長兼執行役社長に就任。2014年より現職。

## OECD原則の目的は経済成長、投資や価値の創造

**マッツ・イサクソン** OECD企業課長



コーポレートガバナンスは、それ自体が目的となるものではない。われわれが推進する規制や慣行は、経済効率性や持続可能な成長、金融の安定に貢献することを究極の目的としている。家計貯蓄が企業に流れ、生産性の高い投資を通じ資本形成に寄与することを望んでいる。

ガバナンス政策の目的は、企業が資本にアクセスするために、また資本市場で資本が適切に配分され、その資本が企業の生産性向上や成長に活用されるために、最良の状態を作り出すことにある。

OECD原則は、1999年に採択されて以来、OECD加盟国および非加盟国の双方に対し、改革のための主要な政策ツールを提供しており、健全な金融システムのための金融安定理事会の主要な規範にも指定されている。この原則は「成果志向型」である。すなわち、各国は原則適用

にあたり、その経済、法律、歴史的背景や状況に応じ、形式ではなく、原則が目的とする「成果」を達成することが求められる。私は、今後策定される日本の新たなコードが、そうした成果を促進するものになると確信している。

コーポレートガバナンスの規制や慣行の質は、投資判断のうえで、ますます重要な要素になっている。資本の国際的な流れは、会社が資金調達のためにより大きな投資家集団にアクセスすることを可能にする。グローバルな資本市場の恩恵を十分に受けようとするなら、あるいは長期的な「辛抱強い」資本を誘引しようとするなら、ガバナンスの枠組みが信頼に足り、十分理解され、また国際的に受け入れられた原則と整合的でなければならない。

## 取締役会の活性化と、議決権行使を

**柴田拓美** 日興アセットマネジメント株式会社 代表取締役社長 兼 CEO



コーポレートガバナンス・コードが発表され、先に導入されていた日本版スチュワードシップ・コードと合わせて、「企業価値を向上させるための車の両輪」がそろろう。

前者に魂を入れるためには、取締役会の活性化が必要だ。取締役会の効用は、企業業績改善のための漢方薬だったり、時には経営者を罷免する手術だったりする。

ごくまれに、機関投資家には、IRとは別に取締役会と接触する必要が生ずることがある。その場合、誰と接触すれば良いか？ 相手は、社外取締役が望ましい。社外取締役会長か、リード・インディペンデント・ディレクターが接触先となれば、なおさらありがたい。

米国や英国では、社長を退任すると、その会社から退き、別の会社の「プロ会長」になる慣習がある。日本では社外取締役の人材が不足しているという意見もあるが、そう

なれば、全体で数が足りなくなるというわけではない。

他方、後者（スチュワードシップ・コード）に魂を入れるためには、機関投資家すべてに「議決権行使委員会」を設置することを義務付ければ良い。独立した委員会で意思決定するならば、コードを尊重せざるを得ない。経営課題がある場合、機関投資家が自動的に与党になることは、難しくなる。

企業と投資家の対話は、建設的である必要がある。また資本主義の基本は、所有と経営の分離であり、一般的な機関投資家が経営の執行面に関与することはありえない。企業と機関投資家との建設的な対話とは、取締役会が株主の代表として活動することを担保したうえで、経営者が株主価値の増大へまい進できるようにするための、手段である。

### マッツ・イサクソン (Mats Isaksson)

OECDで、コーポレートガバナンスをはじめ、ビジネス環境の健全性やダイナミズムを担保するための政策領域を管轄する責任者。1999年OECDコーポレートガバナンス原則の制定、2004年包括的改訂を担当。今般の金融庁「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」でアドバイザーを務める。コロンビア大学グローバル市場と企業の所有権センター諮問委員等も兼任。著書に「Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance」[共著](OECD, 2015年)ほか。

### 柴田拓美 (しばた・たくみ)

グローバルな人脈と経験をいかし、国内外のビジネスおよび金融市場の発展に尽力。2013年7月日興アセットマネジメント代表取締役会長を経て、2014年4月より現職。日興アセット入社前は、野村ホールディングス株式会社にてグループCOOを務めた。それ以前は、同社ロンドン現地法人にて欧州事業を統括した後、グローバル投資銀行業務を統括する役員などを歴任。金融庁の企業会計審議会委員など、公職も歴任。慶應義塾大学経済学部卒。ハーバード・ビジネス・スクールMBA。

識者が読者に  
推薦する  
**1冊**

### 伊藤邦雄 氏

伊藤邦雄 [2014]

『新・企業価値評価』

日本経済新聞出版社

### 齊藤 惇 氏

神田秀樹(監修)・

株式会社東京証券取引所(編著) [2012]

『ハンドブック 独立役員の実務』

商事法務

### 川村 隆 氏

小坂橋太郎 [2014]

『異端児たちの決断』

一日立製作所 川村改革の2000日』

日経BP社

### マッツ・イサクソン 氏

Mats Isaksson, Serdar Celik [2012]

**Corporate Governance, Value Creation and Growth: The Bridge between Finance and Enterprise**

OECD

### 柴田拓美 氏

Financial Reporting Council [2014]

**The UK Corporate Governance Code**

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>

## 企画に当たって

# コーポレートガバナンス・コード

日本企業は、平均的な資本収益率が欧米企業と比べて低く、そのパフォーマンスに課題があるとされる。それだけに、その長期的な企業価値の向上を目指してコーポレートガバナンスを改善する必要性は繰り返し議論されてきた。

こうした議論を背景に、2014年12月に金融庁の有識者会議から出された『コーポレートガバナンス・コード原案』には、企業の効果的なコーポレートガバナンスの実現に寄与すると考えられる原則が示されている。5つの基本原則—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—に沿い、さまざまな原則が掲げられ、取締役会の責務を果たすために必要な独立社外取締役の2名以上の選任などもうたわれている。コードに従わないときには、企業はその理由の説明が求められる。既に同じく14年に公表された『「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)は、投資家に対して企業価値の向上に向けた対話の継続を求めている。

コーポレートガバナンス・コードは、日本企業をどう変えるだろうか。果たして日本企業の企業価値は向上するだろうか。

本号では、研究者、実務家のそれぞれの視点から、この問題を論じていただいた。論者からは、コードに込められた期待とともに、企業価値向上のためのさらなる課題も示された。日本企業の稼ぐ力の向上のためには、各企業や市場関係者がこれらの課題に真剣に向き合い、取り組むことが必要なのではないだろうか。

翁 百合 (NIRA理事)

翁 百合 (おきな・ゆり)

NIRA理事。日本総合研究所副理事長。京都大学博士(経済学)。専門は金融、財政等。最近では医療分野にも関心を寄せている。



[NIRA 公式 Facebook]

<http://www.facebook.com/nira.japan>

NIRAの研究成果や活動状況を紹介していますので、ご利用下さい。



PDFはこちらから

[NIRA ホームページ]

<http://www.nira.or.jp/>

NIRA の諸活動を紹介するホームページをご利用ください。

(公財)総合研究開発機構(NIRA)  
〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿 4-20-3 恵比寿ガーデンプレイスタワー 34 階  
Tel. 03-5448-1735 Fax. 03-5448-1744 E-mail. info@nira.or.jp

## わたしの構想 [No.8]

2015年2月10日発行  
©公益財団法人総合研究開発機構  
編集：神田玲子、榊麻衣子、川本茉莉、原田和義

本誌に関するご感想・ご意見をお寄せください。  
E-mail：info@nira.or.jp