



# KPMG Insight

KPMG Newsletter

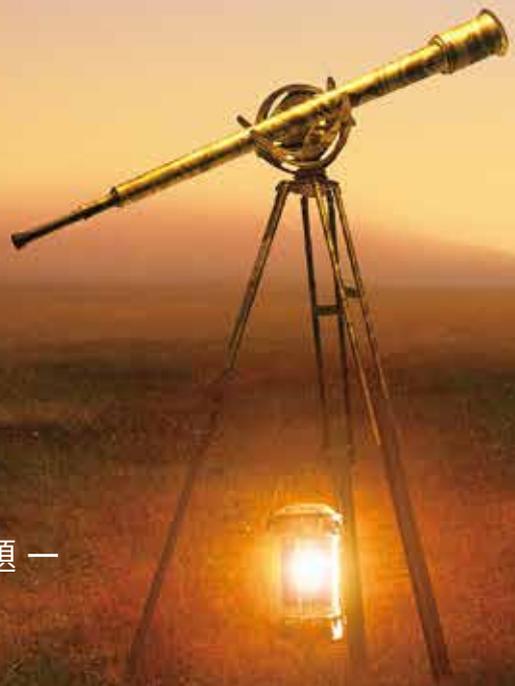
Vol. 20

September 2016

経営トピック①

コーポレートガバナンスOverview 2016  
— 企業価値向上への取組みと今後の課題 —

[kpmg.com/jp](http://kpmg.com/jp)



# コーポレートガバナンス Overview 2016 — 企業価値向上への取組みと今後の課題 —

## KPMG ジャパン

コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス (CoE)

リーダー パートナー 大西 健太郎

パートナー 和久 友子

KPMGジャパン コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス (CoE) は、2016年9月に「コーポレートガバナンス Overview 2016 —企業価値向上への取組みと今後の課題—」と題する冊子を発行しました。

2013年以降、会社法改正を巡る議論、日本版ステewardシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの策定と、コーポレートガバナンスの強化のための施策が矢継ぎ早に導入され、2015年は「コーポレートガバナンス改革元年」となりました。

同冊子では「コーポレートガバナンス改革元年」を経て、日本企業の何が変わったのかを概観することを主眼としており、本稿はその内容の一部をご紹介します。

なお、本文中の解釈や意見に関する部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。

### 【ポイント】

- コーポレートガバナンスのあり方は企業によって異なる。コーポレートガバナンスの一定の指針が示された今、日本企業は、受け身の対応をするのではなく、むしろ好機ととらえて積極的に取り組む姿勢が期待されている。
- コーポレートガバナンス・コードの適用状況は、2年目を迎えて進展を見せており、一定の「形の改革」は進んでいる。今後、それを「運用」、「人材」を含めた「実質の変革」へいかにつなげていくことができるかが重要な鍵と考えられる。
- 企業が、機関投資家と「建設的な対話」を通じた緊張感のある協調関係を築き、自立的に企業価値向上のための好循環サイクルを実現していくことも、重要となる。



大西 健太郎  
おおにし けんたろう



和久 友子  
わく ともこ

## I. アウトライン

同冊子のアウトラインは以下の通りです。

- I. コーポレートガバナンスが企業価値を向上させる
  - 1. 成長戦略としてのガバナンス改革
  - 2. インベストメント・チェーンの全体最適化
- II. ダブルコードによって何が変わったか
  - 1. 対話への機運の高まり
  - 2. コードの実施状況
  - 3. 進む「形の改革」
- III. コーポレートガバナンス体制のあり方
  - 1. 日本企業のコーポレートガバナンス改革の潮流
  - 2. 持続的な機能向上のための取締役会実効性評価
- IV. 投資家との対話と企業開示のあり方
  - 1. 対話の目的と必要とされる視点
  - 2. コーポレートガバナンス・コードに基づく開示のあり方
- V. 対話環境の整備に関する議論の動向
  - 1. 建設的な対話促進のための企業情報開示
  - 2. 株主総会プロセスにおける対話環境の整備
- 付録
  - 1. 補足情報
  - 2. 企業の持続的成長に向けたガバナンス改革および関連動向
  - 3. 日本再興戦略まとめ

はじめに、我が国の一連のコーポレートガバナンス改革の位置付けを概観しています（「I. コーポレートガバナンスが企業価値を向上させる」）。「攻めのガバナンス」という言葉に象徴されるように、我が国のコーポレートガバナンス改革は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目的とするものであり、そのためには、機関投資家およびその背後に存在するアセットオーナー、最終投資家たる個人投資家の意識変革を促し、企業との建設的な対話を実現することが重要なポイントです。これによって得られる企業のリターンは、いわゆる「インベストメント・チェーン」を通じて家計に還元される関係にあることを概観しています。

また、日本版ステュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードという2つのコード（以下、本稿では「ダブルコード」と総称）の策定後、企業にはさまざまな変化がみられます。投資家との対話の機運が高まり、独立社外取締役の選任が進み、監査等委員会設置会社が増え、任意の指名・報酬諮問

委員会を設置する企業が増えるなど、外形的にはさまざまな変化がありました（「II. ダブルコードによって何が変わったか」）。

しかし、投資家の見地からは、企業価値向上のためには資本コストを上回るリターンを上げることが必要であるとの認識が企業に必ずしも十分には浸透しておらず、いくつかの外形的な取組みについても、どのように企業価値向上に繋げていくのか必ずしも明確でないケースもみられています。そこで、「形の改革」から「運用」、「人材」を含めた「実質的改革」へと、コーポレートガバナンス改革の今後の方向性について、現状の課題を踏まえて考察しています（「III. コーポレートガバナンス体制のあり方」）。

そして、企業価値を巡る考え方については企業ごとに相違があり、また投資家ごとにも相違があり、さらには多くのステークホルダーごとに異なった考え方があります。ここでは特に、企業価値を巡る企業と投資家の認識の相違に焦点を当て、企業が投資家と対話を行う目的と視点および建設的な対話を行う基盤となる開示等について、現状の課題および今後の方向性を考察しています（「IV. 投資家との対話と企業開示のあり方」）。

さらに、企業と投資家との対話の促進をキーワードとして、企業情報開示や株主総会プロセス等の対話環境の整備に向けた議論も進められており、こうした動向について紹介しています（「V. 対話環境の整備に関する議論の動向」）。

同冊子は、このようなストーリーを辿ることで、現在進められているコーポレートガバナンス改革の概観（overview）を示すとともに、コーポレートガバナンスを巡る現状の課題、とりわけ企業の組織的な取組みと投資家の関係のあり方に関して、今後の方向性を提示することを意図しています。

なお、我が国の一連のコーポレートガバナンス改革の位置付けを概観した最初の章を一部抜粋して以下に記載します。

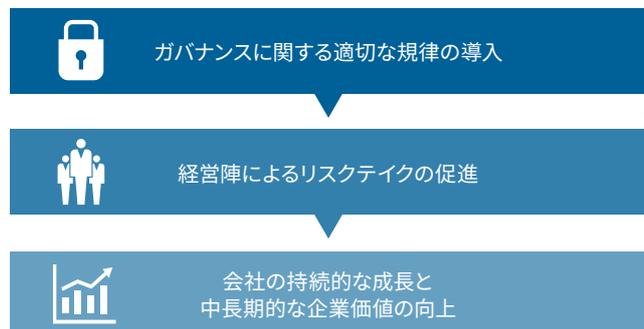
## II. コーポレートガバナンスが企業価値を向上させる（抜粋）

### 1. 成長戦略としてのガバナンス改革

1990年初頭のバブル経済崩壊後の我が国経済の長期停滞、「失われた20年」の悪循環から抜け出し、日本経済全体としての「稼ぐ力（＝収益力）」を取り戻すためには、その中核となる企業が中長期的な生産性・収益性を高め、グローバル競争を勝ち抜くことが必要となります。このため、コーポレートガバナンスに関する適切な規律を導入することで、経営陣によるリスクテイクを促進し、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現することが今求められています（図1参照）。

【図1 ガバナンス改革の目的】

日本企業の「稼ぐ力」の回復 ……………▶「攻めのガバナンス」



出典：KPMG「コーポレートガバナンス Overview 2016  
企業価値向上への取組みと今後の課題」

### (1) 平成26年改正会社法と日本版ステューワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コード

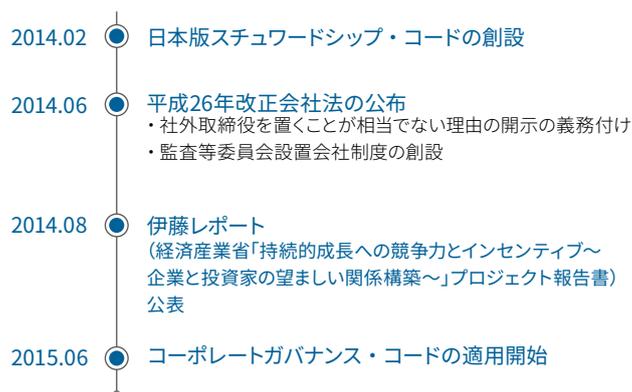
2013年の成長戦略（日本再興戦略）に基づき、2014年2月に、日本版ステューワードシップ・コードが公表されました。機関投資家が、建設的な目的を持った対話（エンゲージメント）などを通じて企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任、すなわちステューワードシップ責任を果たすにあたり有用な原則を定めたものです。この原則は、金融庁の有識者会議により、英国ステューワードシップ・コードを下敷きに、日本向けにアレンジを加えて策定され、「日本版ステューワードシップ・コード」として公表されました。

このコードの大きな特徴は、コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守せよ、さもなければ説明せよ）の考え方を導入している点にあります。なお、2014年6月公布の監査等委員会設置会社制度を創設した「平成26年改正会社法」においても法規範として、社外取締役選任の要否の領域でこの考え方を一部取り入れており、社外取締役を選任しない場合に説明を義務付けるものとなっています。

翌年に改訂された成長戦略では、コーポレートガバナンスの強化が最重要課題と位置付けられました。企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応を促すため、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より、コーポレートガバナンス・コード原案が策定されました。これを受けて東京証券取引所が関連する上場規則等の改正を行い、コーポレートガバナンス・コードを制定、2015年6月より適用が開始されました（図2参照）。

コーポレートガバナンス・コードも、日本版ステューワードシップ・コードと同様に、コンプライ・オア・エクスプレインの考え

【図2 平成26年改正会社法とコード】



出典：KPMG「コーポレートガバナンス Overview 2016  
企業価値向上への取組みと今後の課題」

方を導入しています。ただし、上場企業がコーポレートガバナンス・コードについてコンプライ・オア・エクスプレインしなければ、上場規則違反になる点で日本版ステューワードシップ・コードとは異なります。

### (2) 株式市場の低迷と市場の短期志向化

いわゆる「伊藤レポート<sup>1</sup>」が指摘するように、長期にわたる日本企業の低収益性は企業価値創造を阻み、その結果、日本の株式市場は長らく低迷しました。そうした市場のもとでの投資家による「効率的な」行動は、短期売買によるキャピタルゲインの最大化と、インデックス運用にみられるパッシブ（受動的）投資（運用目標とされるベンチマークに連動する成果を目指す運用手法）であり、こうした行動が、市場の短期志向化を招いたといえます。

## 2. インベストメント・チェーンの全体最適化

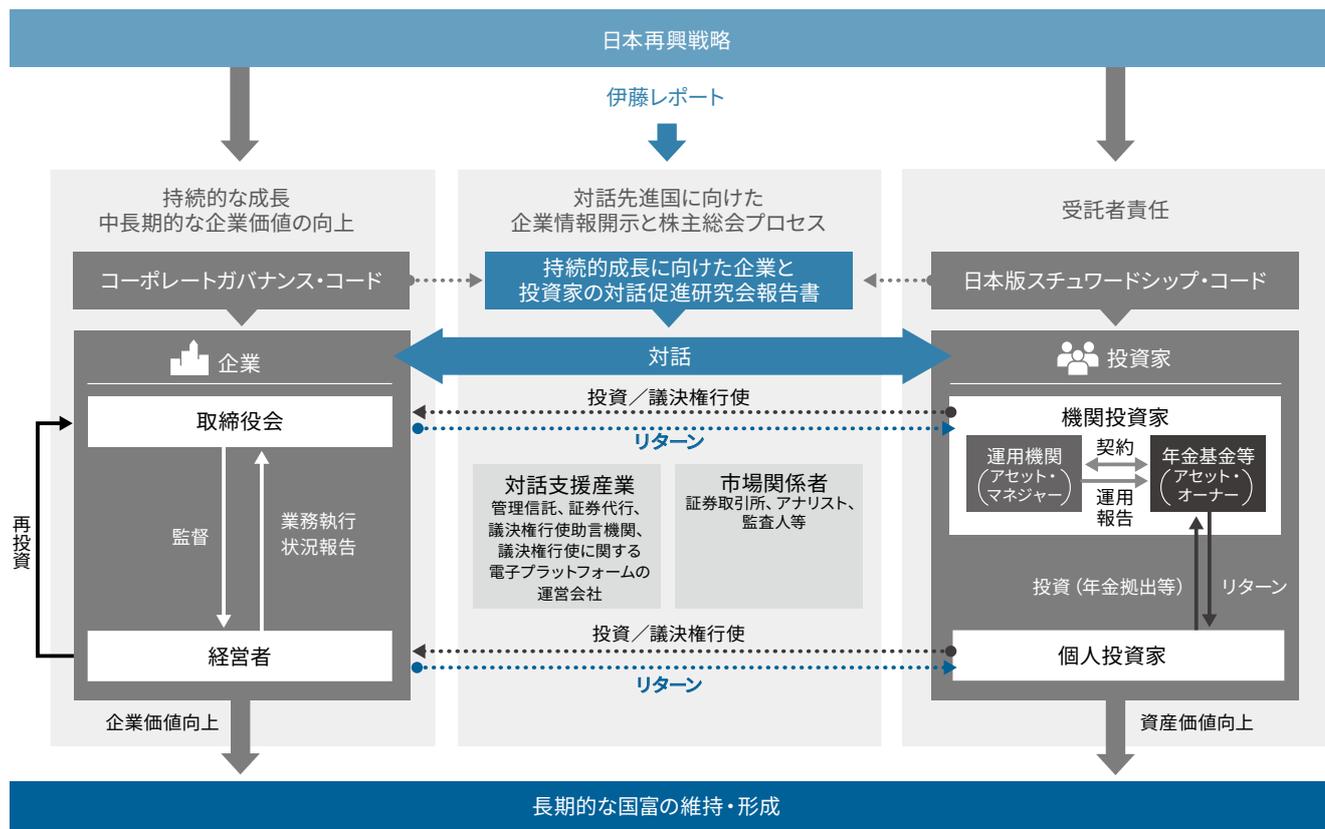
市場の短期志向化は、機関投資家による中長期的な視点からのエンゲージメントを阻むものです。そこで伊藤レポートは、主なメッセージとして、資本効率を意識した経営改革、インベストメント・チェーンの全体最適化、企業と投資家の双方向の対話促進を打ち出しました。

インベストメント・チェーンとは、投資主体が、企業との対話を通じ中長期的な価値創造を実現し、それによって得られたリターンを最終的に家計まで還元し、国富を維持・形成するまでの一連の流れをいいます。

こうした投資主体から企業をつなぐチェーンの間にはさまざまな関係者が介在しています。図3からわかるように、例えば年金受給者である国民は企業の最終投資家である個人投資家の

1 「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～」プロジェクト最終報告書

【図3 コーポレートガバナンス改革の全体像】



出典：KPMG「コーポレートガバナンス Overview 2016 企業価値向上への取組みと今後の課題」

一類型ですが、最終投資家と企業との間にはアセットオーナー（資産保有者）である年金基金、保険会社等や、アセットマネジャー（資産運用者）である運用機関がそれぞれの機能を果たしています。このほかにも、管理信託や証券代行、議決権行使助言機関や議決権行使に関する電子プラットフォームの運営会社などの対話支援産業といわれる関係者が存在します。

価値創造のリターンを最終的に家計にまで還元し、国富の維持・形成を実現するためには、これらのチェーンを構成する関係者が「建設的な対話」を実現可能とする土台を形成し、機関投資家が中長期的志向へと投資を転換すること、および企業が機関投資家と協調し、持続的価値向上という目的に向かって行動することが必要となります。そのためには、機関投資家が日本版スチュワードシップ・コードに基づきスチュワードシップ責任を果たし、企業はコーポレートガバナンス・コードに沿って自らのガバナンス上の課題に自律的に対応することが求められます。企業と投資家が「協創」関係に立って、持続的な成長、中長期的な企業価値向上を実現していくことがインベストメント・チェーンの最適化を促し、その結果として、最終投資家たる受益者の中長期的な投資リターンを拡大し、国富を維持・形成していくことが期待されています。

なお、ここでの企業と投資家との対話は、企業の情報開示を

契機として行われる、さまざまな機会における継続的かつ直接的なコミュニケーションをも含む、幅広いコミュニケーション全体を意味しており、その質を向上させるためには、それを支える組織や人々の意識や行動も変わっていくことが求められます。

伊藤レポートは、日本版スチュワードシップ・コードの後に公表され、その後コーポレートガバナンス・コードが公表されましたが、この2つのコードが車の両輪として有効に機能するために、インベストメント・チェーンの全体最適化により国富の維持・形成に至るまでの価値創造の好循環を提言しており、我が国のコーポレートガバナンス改革の方向性が概観できるものとなっています。

### III. 次章以降の詳細

本稿は「コーポレートガバナンスOverview 2016 - 企業価値創造に向けた取組みと今後の課題-」、「I. コーポレートガバナンスが企業価値を向上させる」の一部を抜粋して内容をご紹介いたしました。

次章以降の詳細につきましては、下記KPMGジャパンのウェ

ウェブサイトからダウンロードいただけますので、是非ご参照ください。

[kpmg.com/jp/cg](http://kpmg.com/jp/cg)

コーポレートガバナンス Overview 2016  
— 企業価値向上への取組みと今後の課題 —



2016年9月刊

2013年以降、コーポレートガバナンス強化のための施策が矢継ぎ早に導入され、2015年は「コーポレートガバナンス改革元年」となりました。本冊子では、「コーポレートガバナンス改革元年」を経て、日本企業の何が変わったのかを概観するとともに、実効性あるコーポレートガバナンスとは何か、それをどのように企業価値向上につなげていくのかなど、コーポレートガバナンスを巡る現状の課題および今後の方向性を考察しています。

**KPMGジャパン コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス (CoE)**

KPMGジャパン コーポレートガバナンス CoEは、日本におけるコーポレートガバナンス改革の動向を調査・分析・発信することを目的に組成されました。

KPMGジャパン コーポレートガバナンス CoEは、会社法、取締役会とリスクマネジメント、投資家との対話（エンゲージメント）、統合報告、情報開示、株主総会などのKPMGジャパンの各専門家によって構成され、KPMGグローバルネットワークの活用や外部機関との連携を通じて、コーポレートガバナンスに関するナレッジやベストプラクティスの収集、提言の発信を行っています。

KPMGジャパン コーポレートガバナンス CoEは、セミナーの開催やレポートの発行などを通じて、コーポレートガバナンスに関する最新動向について継続的に発信して参ります。

（メンバー紹介）

大西 健太郎	リーダー
沢田 昌之	リーダー補佐
和久 友子	会社法・関連制度担当
芝坂 佳子	コーポレートコミュニケーション・情報開示担当
齋尾 浩一郎	統合報告担当
林 拓矢	取締役会・リスクマネジメント担当
村澤 竜一	機関投資家担当
土屋 大輔	投資家との対話戦略・IR/SR担当
保木 健次	金融機関・関連制度担当
坂本 幸寛	企業情報開示担当
橋本 純佳	グローバル動向担当

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

\_\_\_\_\_

KPMG ジャパン  
コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス (CoE)  
TEL : 03-3548-5106 (代表電話)  
[corporate-governance@jp.kpmg.com](mailto:corporate-governance@jp.kpmg.com)

## KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com

www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2016 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2016 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.