

KPMG Insight

KPMG Newsletter
January 2015

コーポレートガバナンス・
コードを読み解く
第1回 OECD 原則からみる日本の
コーポレートガバナンス・コード



cutting through complexity



Volume
10

コーポレートガバナンス・コードを読み解く

第1回 OECD原則からみる日本のコーポレートガバナンス・コード

有限責任 あずさ監査法人 金融事業部

シニアマネジャー 保木 健次

2014年6月に公表された『『日本再興戦略』改訂2014ー未来への挑戦ー』に基づいて、金融庁および東京証券取引所を事務局とする「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合」が設置され、「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方」が取りまとめられました。

今後、東京証券取引所において、この基本的な考え方を基に「コーポレートガバナンス・コード」が策定され、取引所規則として上場会社に対して同コードの実施または実施しない理由に関する説明が求められる見込みです。

本稿では、筆者が金融庁からOECDに出向し、Corporate Affairs Divisionにおいて、アジア地域に対する「OECDコーポレートガバナンス原則」の啓蒙活動や、同原則に係るピア・レビュー業務に従事した経験に基づき、多岐にわたる日本版コーポレートガバナンス・コードに係る論点の中から、第1弾として、日本において馴染みのない、いわゆるプリンシプル・ベースのコードとコンプライ・オア・エクスプレインという手法について概説するとともに、日本版コーポレートガバナンス・コードの基礎となったOECDコーポレートガバナンス原則にかかわる近年の議論を取り上げ、日本と海外におけるコーポレートガバナンス改革の方向性を対比しつつ、報酬インセンティブのあり方、および筆者が日本株ファンドマネジャーとして機関投資家業務に従事した経験に基づき、中長期的な視点での企業と株主の建設的な対話の実効性を高めるための論点と課題について考察します。なお、本稿の内容は執筆時（2014年12月8日）における情報に基づいていること、および本文中の意見に関する部分は、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。



ほ き けんじ
保木 健次
有限責任 あずさ監査法人
金融事業部
シニアマネジャー

【ポイント】

- コーポレートガバナンス・コードに対応するうえでまず留意すべきポイントは、プリンシプル・ベースのコードおよびコンプライ・オア・エクスプレインという手法に対する理解である。
- 日本版コーポレートガバナンス・コードのたたき台となったOECDコーポレートガバナンス原則について実施されたピア・レビューから、取締役や経営陣に対する報酬インセンティブのあり方や機関投資家の短期志向（ショートターミズム）といったコーポレートガバナンスに係る国際的な関心事項について把握するとともに、日本のコーポレートガバナンス改革議論において留意すべき点について考える。
- 変動報酬を含めた報酬インセンティブのあり方については、これまで以上に機関投資家や独立社外取締役の役割が重要になってくると考えられる。また、株主との中長期的な企業業績の向上に向けた建設的な対話については、上場企業側だけでなく、株主側として主たる役割を果たすことが期待されている機関投資家においても、中長期という時間軸を揃えたうえで効果的な対話を行うため一定の変化が求められる。

I 日本におけるコーポレートガバナンス・コードに係る留意点

1. 「コーポレートガバナンス・コード」が策定された背景

2014年6月に公表された「『日本再興戦略』改訂2014－未来への挑戦－」（以下、「改訂版日本再興戦略」という）において、企業の持続的な企業価値向上のための自律的な対応を促す観点から、「コーポレートガバナンス・コード」を策定することが示され、これを受けて、東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする「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」（以下、「有識者会議」という）から、「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方」が公表されました。

つまり、日本におけるコーポレートガバナンス・コード策定は、企業の不祥事に端を発した企業倫理問題への対処ではなく、日本経済の成長戦略を検討する過程で生まれたということです。このことは、本コードの対象とされる上場企業においても十分に理解する必要があるでしょう。

なお、改訂版再興戦略においては、「コードの策定にあたっては、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等や『OECDコーポレートガバナンス原則』を踏まえ、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする」とされています。

2. OECD原則を基礎とする東京証券取引所のコーポレートガバナンスに係る原則

東京証券取引所における上場会社を対象とするコーポレートガバナンスに係る原則としては、2004年に東京証券取引所から公表（2009年に改訂）された「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」があります。

この「上場コーポレート・ガバナンス原則」とこれから策定される「コーポレートガバナンス・コード」は、前者が努力義務で後者は後述するコンプライ・オア・エクスプレインという手法を採用している点が大きく異なります。

「上場コーポレート・ガバナンス原則」は、東京証券取引所の有価証券上場規程において、「上場会社は、当取引所の『上場会社コーポレート・ガバナンス原則』を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう努めるものとする」（第445条の3）とされ、同原則はあくまでも努力義務と位置付けられています。このことは、同原則の「はじめに」の中で、「この上場会社コーポレート・ガバナンス原則は、（略）最低限の施策やモデルの採用を上場会社に対して義務付けることを目的とするものでもなければ、最良の施策やモデルを示し、それを採用しない会社に対してその理由の釈明を求めることを目的とするものでもない」としていることから

わかります。

そして、この「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」もまた、「そうした意味で、この原則の考え方は、1999年に制定されたOECDコーポレートガバナンス原則（略）と共通する考え方に立っており、原則の各項目もOECDコーポレートガバナンス原則の構成に準拠して整理されている」としており、「OECDコーポレートガバナンス原則」を基礎としていることがわかります。それほどまでに日本におけるコーポレートガバナンスに関する原則の基礎とされる同原則については、次のパートで触れたいと思います。

3. 努力義務から「コンプライ・オア・エクスプレイン」へ

改訂版日本再興戦略において、「新コードについては、東京証券取引所の上場規則により、上場企業に対して、“Comply or Explain”（原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか）を求めるものとする」とされており、有識者会合においてもこの前提で議論されてきました。

コンプライ・オア・エクスプレインは、コーポレートガバナンス・コードのコンプライ（原則の実施）を一律に義務付けるものではありませんが、実施しない場合は理由のエクスプレイン（説明）を求めています。この点で、努力義務であった前述の東京証券取引所における「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」と比較すると、特定モデルの採用を義務付けないという点は維持しつつも、採用しない理由の説明を求めるという点でこれまでより踏み込んだ手法と考えられます。

4. 義務付けでない「コンプライ・オア・エクスプレイン」

コンプライ・オア・エクスプレインという手法は、「オア・エクスプレイン」の部分に大きな意味があります。まず、法的拘束力を持たせた義務付け（「コンプライ」のみ）ではないことにより、コーポレートガバナンス・コードを、細かな定義を置かないプリンシプル・ベースの規範とすることが容易となりました。これにより、法規制の場合と比べて、本来適用対象とすべき主体や行為が定義により捕捉できないリスクを抑えつつ、厳格な法規制まで必要のない主体や行為への影響も抑えることができます。

また、法的拘束力を持たないプリンシプル・ベースのコードという手法により、法規制では規制対象となるすべての主体や行為が遵守すべき最低基準を示すに留めざるを得ないのに対して、遵守を越えて規制対象が目指すべきまたはあるべき姿を示すことが可能となりました。努力義務と比較すると、「オア・エクスプレイン」があることにより、適用対象となる主体は、より目指すべきまたはあるべき姿を意識することになり、コードの実施に向けた取組みを促す効果が期待できます。

つまり、幅広い日本企業（上場会社）を対象に、中長期的に高い収益性・生産性を目指すよう経営者のマインドを変革す

ることを目的として、コーポレートガバナンス・コードを策定し、コンプライ・オア・エクスプレインという手法が採用されたと考えられます。

こういった背景や手法および効果を十分に理解しないと、収益性を低下させてまで実施に向けた対応を取ったり、エクスプレインを行う企業はコンプライを宣言する企業より劣っているといった画一的な反応を招いたりするので留意が必要です。重要なのは、まず、さらなる中長期的な収益性・生産性の向上に向けた経営方針を確立することであることに変わりはありません。

Ⅱ OECD コーポレートガバナンス原則に係る議論

1. OECDコーポレートガバナンス原則の改訂とピア・レビュー

有識者会議のアドバイザーであるマッツ・イサクソン OECD Corporate Affairs Division 課長が第2回有識者会議において、「2014年から15年にかけて、OECD原則の改訂作業が進められ、来年終了する見込み」と発言しています。

このOECD原則改訂の方向性については、2011年～2014年に公表された現行版のOECD原則に基づく6つのピア・レビュー（図表1参照）から、OECDのコーポレートガバナンスに係る問題意識（すなわち国際的な関心事項）をうかがい知ることができます。

このピア・レビューは、各回において加盟国および主要な非加盟国に対する質問調査に加えて、3～5カ国を対象に深度ある分析を行う形式になっています。本稿では、この中から、日本におけるコーポレートガバナンス・コードに係る議論とのかかわりが深いと考えられる経営陣に対する報酬と機関投資家

の役割について実施されたピア・レビューについて取り上げます。

2. 報酬インセンティブ設定に係る社外取締役の活用および適切な情報開示の確保

（1）会社および株主の長期的利益と取締役および経営陣の報酬およびインセンティブ

会社および株主の長期的利益と取締役および経営陣に対する報酬およびインセンティブ構造を取り上げたピア・レビュー（Board Practices）では、取締役および経営陣の報酬についてOECDは、報酬金額の多寡よりも、報酬およびインセンティブ構造が会社および株主の長期的利益と整合的に結びついているかをより重要視しています。また、取締役および経営陣のインセンティブと会社および株主の長期的利益との不整合が生じる傾向について次のように分析しています。

- 金融セクターでより顕著。
- 支配株主が存在する企業より、株主が分散された企業に顕著。
- 報酬に対する株主の議決権行使結果の拘束力が弱い（取締役会が取締役および経営陣の報酬に関する大きな自治権を保有している）

これらの傾向分析は、取締役および経営陣の報酬およびインセンティブと会社および株主の長期的利益の不整合が生じやすくなる要件を示しています。これに後述の機関投資家からの短期志向の圧力が加わることで、経営の短期志向が生じたのではないかと考えます。

なお、金融セクターについては、事業構造上レバレッジをかけて短期業績を追うことが比較的容易な業態であることが、不整合が顕著に生じている一因であると考えられます。このため、金融セクターについては、OECDの動きとは別に、銀行

図表1 OECDが現行OECD原則に基づいて行ったピア・レビュー

	タイトル	深度分析調査対象国					公表
1	Board Practices Incentives and governing risks	ブラジル	日本	ポルトガル	英国		2011年8月
2	The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance	オーストラリア	チリ	ドイツ			2012年1月
3	Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights	ベルギー	フランス	インド	イスラエル	イタリア	2012年4月
4	Board Member Nomination and Election	インドネシア	韓国	オランダ	米国		2012年10月
5	Supervision and Enforcement in Corporate Governance	ブラジル	トルコ	米国			2013年11月
6	Risk Management and Corporate Governance	ノルウェー	シンガポール	スイス			2014年4月

出所：OECD ホームページ

を中心に厳格なガバナンスを求める動きが国際的にも主要国においても見られます。

（2）変動報酬の課題と解決に向けたアプローチ

OECDは、いくつかの成果連動型の変動報酬制度について、取締役および経営陣に対する報酬およびインセンティブと会社および株主の長期的利益の整合性という観点から、疑問や留意点を示しています。たとえば、ストックオプションについては、（株価が基準を下回っても報酬がゼロ以下にはならない一方株価が上昇するほど報酬が増えるという）非対称的なリスクと報酬の関係性により、過剰なリスクテイクを助長する可能性を懸念しているほか、株式報酬については、権利行使期間や価格などの要因によりインセンティブに与える効果は変わることにより留意が必要としています。

また、変動報酬に係るリスクおよび成果の計測が複雑化され、取締役会と経営陣の間で情報の非対称性が大きくなったために、取締役会による適切な報酬の監視が困難になったと指摘しています。

これらの課題の解決に対して、OECDは、企業のガバナンス構造の改善、および投資家の積極的な関与という2つの方向性を示しています。

前者については、報酬の決定のような独立した判断が重要な事項については、利益相反のない非執行取締役が果たす役割の重要性について言及しています。

後者については、株主総会等を通じて取締役および経営陣の報酬について株主の意見を表明するメカニズムの確立を奨励しつつ、報酬、成果およびリスクの関係性を理解するために必要な情報の適時開示を求めています。

（3）社外取締役の活用と情報開示の充実

OECDにおける議論を日本におけるコーポレートガバナンス・コードに係る議論に置き換えると、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合といった持続的な成長に向けた健全なインセンティブのあり方について、独立社外取締役の積極的な活用を図るとともに、成果およびリスクテイクと報酬の関係性を含めた取締役および経営陣の報酬に関する方針と手続きについて適切な情報開示を確保していくことが重要になってくると考えられます。

（4）海外とは異なるコーポレートガバナンス改革の方向性

日本では経営陣のリスクテイクを促す方向、海外、特に欧米では経営陣による過剰なリスクテイクを抑制する方向でコーポレートガバナンスおよび報酬インセンティブのあり方について議論が進んでいます。

一見矛盾するように見える2つの議論も、先ほどのマッツ・イサクソン氏が有識者会合で述べた言葉を借りれば、整理できるかと思います。つまり、「コーポレートガバナンスは目的を達成するための手段であり、コーポレートガバナンス自体が

目的ではない（略）ですから、まず最初に（略）我々は何を達成したいのかを議論することから始める必要があります

（略）経済効率性を改善し、持続可能な成長と金融の安定に貢献するためということです」。また、先述したように、日本版コーポレートガバナンス・コードの策定は、日本経済の成長戦略を検討する過程で生まれたという経緯とも平仄が取れています。

なお、このレビューでは、日本について深度ある分析調査が行われたところ、法的拘束力のある株主承認や一定額以上の報酬を受け取る役員の報酬額等に係る情報開示制度を踏まえて、日本のコーポレートガバナンス制度については、このレビュー対象となるOECD原則を満たしているとする一方、総受取報酬に占める退職金の割合が高いことがリスク回避的なインセンティブを与えていると指摘しています。

これらをまとめると、日本においては、現状を過度にリスク回避的として、そこからよりリスクテイクした状態を目指すべき姿として位置付け、リスクテイクを支える環境を作り出すためにコーポレートガバナンス改革が行われるのに対して、海外では現状のリスクテイクが過剰であるという考えから出発し、よりリスクテイクを抑制した状態を目指すために、リスクテイクを抑制する報酬インセンティブのあり方を模索しているということになります。

3. 機関投資家の役割

（1）運用資産の増大とともに高まる機関投資家の役割と増大がもたらす弊害

機関投資家の役割を取り上げたピア・レビューによると、OECDは、年金基金、投資信託および保険会社といった機関投資家による株式や社債の保有割合が世界的に高まっていることを背景に、株主が分散され、機関投資家の保有割合が高い市場ほど、コーポレートガバナンス・システムが有効に機能するためには、機関投資家による投資先企業に対するオーナーシップの効果的な発揮が不可欠だと指摘しています。

その一方で、機関投資家の運用資産残高が増大することにより、良いコーポレートガバナンスを促進する役割を果たすことを困難にする問題がいくつか生じました。OECDは、機関投資家によるコーポレートガバナンスの十全な機能の発揮を損なわせる行動として、不行使または助言会社に依存した機械的な行使といった議決権行使に対する消極的な姿勢と、経営者に対する短期的な業績を追及する姿勢の2つを特に問題視しています。

なお、OECDは、機関投資家について、運用手法、想定する投資期間、資産規模および資金性格等が多様であることから、機関投資家を一括りにした議論をすべきでないとし、それぞれの機関投資家がそれぞれのコーポレートガバナンス観を持っていることに留意する必要があると強調しています。

このことは、コーポレートガバナンス・コードの策定によっ

で、すべての機関投資家が同じような対応を取る必要があるわけではなく、後述するように、どのタイプの機関投資家がどのように変化すべきかという議論につながっていきます。

（2）分散投資とモニタリング機能

1つ目の問題は、過度の分散投資です。OECDは、過度の分散投資を引き起こした大きな要因として、パッシブ運用の増加とポートフォリオ全体に占める1社当たりの投資割合の制限の2つを挙げています。まず、指数に連動するパッシブ運用を行う機関投資家は、そもそも個社の業績改善に関心を払う動機がありません。むしろ、多数の銘柄に分散投資する一方、売買コストの吸収と収益確保の観点から保有株式を貸株として拋出し議決権を保持しないこともあります。また、アクティブ運用であっても1銘柄のポートフォリオ全体に占める割合に対して上限を設定することによって、多数の銘柄へ分散投資するようになります。

いずれにせよ、これらの投資手法は投資金額に増減はあるにせよ時価総額が一定以上の銘柄であれば、まったくポートフォリオに組み込まれないといったことは少なく、長期にわたって株式を保有し続けることになります。OECDは、こうした多数銘柄への分散投資の結果、本来長期投資家であるはずの機関投資家が、コーポレートガバナンスを効果的にモニタリングしていないことについて懸念を示しています。

また、機関投資家ではないものの、OECDでは、長期的な投資として、持ち合い株も取り上げており、ビジネス戦略上有効な場合もあるとして、一概に否定するものではないものの、買収阻止といった目的での保有については、コーポレートガバナンスを機能させるという面で懸念を示しています。

（3）長期資金を運用する機関投資家の短期志向

（ショートターミズム）

2つ目の問題は、短期志向（ショートターミズム）です。運用資産の増加に伴い、アセット・オーナーとアセット・マネジャーが分かれ、最終受益者から投資先企業に至るインベストメント・チェーンが長くなっていく中で、短い時間軸で評価を受けるアセット・マネジャーに短期志向が生じました。OECDは、年金といった長期性資金を運用する機関投資家（アセット・オーナーおよびアセット・マネジャーを含む概念）が短期志向となることについて懸念を示しています。運用資産全体に占める運用資産の外部委託の比率が2001年の50%以下から2009年の93%まで急増したオランダの年金ファンドの事例、およびアセット・マネジャーと年金ファンドの運用委託契約の平均が3年という調査を取り上げ、ポートフォリオが大幅に変わらない中、短期間で運用成績をレビューされるために、毎期好成績または他社に劣らない成績を出そうと投資先企業の短期的な業績動向に関心を払う結果、アセット・マネジャー側に短期志向（ショートターミズム）が生じ、企業経営者にも短期志向が伝播したと示唆しています。

こうした短期志向について、特段の結論を示していないものの、このピア・レビューでは、興味深いデータが示されています。

OECDは、世界の主要な取引所のデータを使って、上場企業の株式の平均保有期間が世界的に低下していることを示しました。また、東京証券取引所のデータを用いて投資主体別の平均保有期間の推移も示しています。これによると、海外投資家と個人投資家はいずれも平均保有期間が1年以下と短く、銀行、保険、事業会社（いわゆる持ち合い株）は10年以上の保有期間を示しています。

これまでに機関投資家について述べられてきた点をまとめると、OECDは、運用手法や運用上の制約等から多数の銘柄に分散して長期に投資する機関投資家のモニタリング機能、および年金といった長期性資金を運用する機関投資家の短期志向の2つについて改善の余地があると考えていることになるかと思っています。

Ⅲ おわりに

機関投資家によるコーポレートガバナンスの効果的なモニタリングを実施するうえでは、アセット・オーナーの役割がより重要になります。たとえば、ベンチマーク対比で評価されるアクティブ運用のアセット・マネジャーは、指数で一定の割合を有する時価総額の大きい企業の株式については、まったく保有しないということは困難です。仮にこうした企業の株式をベンチマークより低い割合で保有（アンダーウエイト）している場合、保有はしているけども、その企業については株価パフォーマンスが悪いほど都合が良いという事態が生じます。このようなインセンティブの歪みに対応するために、アセット・マネジャー側で議決権行使について運用部門と別の部署が担当することもありますが、より本質的にはすべての保有銘柄のパフォーマンス向上にインセンティブを持つアセット・オーナー側で統一した方針に従って議決権が行使される方が望ましいと考えられます。

機関投資家が投資先企業との対話を必要とするようになった背景の1つとして、いわゆるウォール・ストリート・ルールが使えないほど運用資産規模が拡大したことが考えられます。ファンド規模が膨らんだことから、投資先1社当たりの投資規模が膨らみ、評価できない企業だからと言って簡単に売却・撤退できなくなりました。こうした「逃げられない」機関投資家は、業績不振の企業に対して、業績改善に向けたアクションを取る方がよりファンドのリターンを向上させることにつながるため、株式を売るよりも、保有したまま議決権等を用いて経営者の交代を求めるといった対応を取る必要に迫られるようになっています。

そうした中で、逃げられないからアクションを取るという消

極的な対話から、「あえて」保有銘柄数を絞り込んで企業との対話を通じてファンドパフォーマンスを上げる手法が台頭し始めています。

この動きは、企業との対話を充実させるために必要な要素な何かということについて1つの示唆を与えています。具体的には、投資銘柄数を絞るということです。機関投資家側が人数を割いて多数の企業と密な対話を行うことは理論的には可能ですが、銘柄数を絞ることは、いくつかの利点があります。1つは、ポートフォリオに占める割合が高まることにより、対話の巧拙がファンドのパフォーマンスに大きく影響するため、機関投資家側に企業の業績向上に対する強いインセンティブが働くこと、もう1つは、1つの業界の中で、または川上・川下として関連する業界をまたがった複数の企業と業績向上について対話するという、技術的にも困難でかつ利益相反的な状況が回避できることです。

ただし、この手法は新たな課題も提示しています。たとえば、投資先企業の企業業績向上を図るために機関投資家が競合他社の未公開情報を入手し利用することないよう防止措置が必要になると思われます。

また、このような投資手法とかがかわることになるのは一部の上場企業にとどまると考えられます。こういった場合は、やはり前述のような幅広い銘柄に分散投資する機関投資家や社外取締役の役割がより重要になってくると考えられます。

他方、企業側にとっても、これまでと変わらず、足元の業績動向を確認する機関投資家やセルサイドアナリストとも対応しつつ、中長期的な企業業績向上に向けた対話を行っていく必要があります。個別の機関投資家との対話においては、事前に対話内容を擦り合わせて、適切な対応者が対話に応じることが重要になってくると思います。

いずれにせよ、日本におけるコーポレートガバナンス・コードをどう活用して、中長期的な企業価値向上に結び付けていくかは、企業側だけでなく、機関投資家側にも一定の変化が求められるものと考えられます。

本稿に関するご質問等は、以下の者までご連絡くださいませうお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人
シニアマネジャー 保木 健次
03-3548-5125（代表電話）
kenji.hoki@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・転記載および磁気また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。

© 2015 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.

© 2015 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, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.