

コーポレートガバナンスのフロンティア

神田 真人

OECDコーポレートガバナンス委員会議長（財務省主計局次長 兼 金融庁総務企画局）



コーポレートガバナンス（CG）は資本主義社会、市場経済のあり方を規定するきわめて重要な基礎的要素である。すなわち、限られた資源を最も生産的に活用する効果的な分配に強く影響を与えるとともに、いったん投資された資源の効率的かつ社会的責任を伴った運用を監視する。そのメカニズムが機能するためには、経営者、取締役会、投資家・株主、そのほかのさまざまなステークホルダーがそれぞれの責任を担わなければならない。その関係を律するのがCGである。

このような基本的で、本来、市場が自律的に進化させていくものが、近年、人口減少・高齢化などによる潜在成長率の低下や、金融危機の勃発、度重なる企業不祥事の中、数少ない有効な政策変数のひとつとして、世界中で政府の経済政策の中心を占めるようになった。ビジネス社会でも、市場における企業評価と規律の最重要課題となるに至った。わが国では、アベノミクスの3本の矢のひとつ、構造改革の最重要課題に位置づけられ、その積極的な改革は、海外投資家からも最も高い評価を受けてきた。

CGは市場経済のあり方に強く影響する一方、CGのあり方も、当然に、その時々、あるいは、地域ごとの市場経済の状況、ひいては、歴史的、文化的背景によって変化する。したがって、CGの現実も理想像も、唯一の正解があるものではなく、国によっても、企業によっても、多様であってよく、また、実経済の変容に伴って、進化していくべきものである。

本稿では、このCGの機能とフロンティアの状況について、世界標準を設定・監視する経済開発協力機構（OECD）とわが国における取り組みに焦点を当てつつ、概説する。

1. CGの機能

CGの目的については、CGの唯一の世界標準（Global Standard）であるG20／OECD CG原則によれば、「長期的な投資、金融の安定及びビジネスの秩序を促進するために必要な、信頼性、透明性及び説明責任に係る環境を構築することを手助けし、それによって、より

力強い成長とより包摂的な社会をサポートすること」とされている。CGは、社会全体の成長をサポートすることであり、そのために必要な環境整備を進めるためのものとされているのである。

この長期的な成長への貢献の視座が肝であり、2017年5月のバーリG7財務大臣会合で承認され、タオルミナG7サミットで歓迎されたバーリ・政策アジェンダにおいても、「われわれは、G20／OECD CG原則の評価手法を歓迎し、長期投資と資本市場へのアクセスを促進するCGにかかる作業の継続を支持する」と明記されている。また、6月のOECD閣僚理事会の閣僚声明においても、「われわれは、信頼できるCGの取り決めが長期投資とより包摂的な成長に必要であると認識する。われわれは、G20／OECD CG原則と原則実施評価手法を含め、OECDのCGにかかる取り組みを支持する。われわれはまた、OECD国有企業CGガイドラインに内在する原則と勧告を再確認し、この領域の作業、就中、幾つかの分野における過剰生産能力問題^{なかんずく}に対処する上で競争の中立性が果たし得る役割についての作業の推進をOECDに要請する」とされたところである。

これらも受けて、今後、CGと包摂的成長、さらには資源分配と生産性向上の關係に着目した分析と政策などがOECDを中心に議論されていく可能性が高い。このような世界的な動きを、われわれ日本が、国際社会と協調しつつ、主導している。一昔前まではCG劣等生のガラパゴスとみなされていた日本、隔世の感がある。

2. CGの司令塔：OECD・CG委員会

（1）G20／OECD CG原則

G20／OECD CG原則は、CGにかかる唯一の世界標準であるが、「各国政府並びに関係国際機関及び民間セクターと連携し、CGにかかる一連の標準及びガイドラインを策定すべき」との1998年のOECD閣僚理事会の要請を受けて策定され、翌99年にOECD CG原則として同理事会において採択されたのが最初である。その後、エンロン・ワールドコム事件などを受けて、

2004年に改訂された。さらに、2008年の世界金融危機を受けて、OECD・CG委員会（CGC）が金融危機の要因分析や、各国におけるCGの制度・運用状況に関するテーマ別レビューなどを行い、これらも踏まえて再度改訂作業が行われ、2015年9月に大幅に改訂された。この第2回改訂版は、同年にトルコで開催されたG20首脳会議（アンタルヤ・サミット）において承認され、「G20／OECD CG原則」となった。また、金融安定理事会（FSB）では「健全な金融システムに関する主要基準」として、世界銀行においては「国際基準の遵守状況に係る報告書（ROSC）」におけるCG評価基準として採用されている。今や、OECD加盟国（OECDへの加盟に当たっては、このCG原則の遵守状況に関して、OECDによる事前審査に服することとなる）を超えて、途上国を含め、また、各国の政策立案者や、企業、投資家などすべての当事者を対象に、世界全体においてCGの世界標準として定着している。日本を含め、各国のCGコードもこのG20／OECD CG原則に沿って策定されており、策定過程においてOECDに技術協力を求めている国も存在する。

また、CG原則の実施状況の評価手法（いわゆる、メソドロジー）もCGCがまとめており、2007年に策定されたものを、2016年末に改訂したばかりである。CG原則とメソドロジーの改訂、これらの普及・促進は、累次のG20首脳会議や財務大臣・中央銀行総裁会合において承認、歓迎されてきており、17年3月のバーデンバーデンG20財務大臣・中央銀行総裁会合の閣僚声明においても、「われわれはG20／OECDコーポレートガバナンス原則の実施を評価するためのOECDメソドロジーを歓迎する」と明記されたところである。

今次のCG原則の改訂は、経済実態の激変の分析を踏まえ、抜本的かつ広範なものとなっている。たとえば：

- ①機関投資家の管理資産の激増や、さまざまな資産運用関連サービス提供者の重層的介在により、資産保有者と企業とのインベストメント・チェーンがきわめて長く、また、複雑化していることを受けて、機関投資家・資本市場・資金仲介者に関する新たな章を設け、投資先企業に対するエンゲージメントに係る透明性の確保や、議決権行使助言会社の利益相反の開示・最小化の要請、市場参加者による情報アクセスの強化などを規定した。
- ②新興国におけるIPOの激増と支配株主を有する上場会社の著増に対応して、関連当事者間取引、企業買収規制、少数株主の権利保護などの規定を充実した。
- ③中小企業上場の減少を受け、成長企業が資金調達

しやすいよう、企業規模や発展段階に応じた基準の柔軟化を導入した。

- ④その他、企業活動・資金調達のグローバル化進展に伴う、CG関連制度適用の明確化、株主総会に係る電子的方法の活用、非財務情報の開示などに係る規定を新設した。

（2）OECD CGCの主な活動

上記改訂を含め、CGの世界標準の策定やその普及と実施監視、国際的な調査研究、幅広い政策提言などを行ってきた舞台がOECDのCGCである。CGCには、OECD全加盟国35カ国代表はもとより、すべてのG20加盟国、FSB加盟法域が参加し、アジェンダによっては、さらに、FSB、バーゼル銀行監督委員会、世界銀行グループといった関係国際機関の代表や産業界、労働界の代表も参加し、幅広い観点を取り入れた議論が行われている。なお、意思決定機関である委員会自身は大規模であり、原則年2回しか開催できないため、機動的、戦略的な運営に資するべく、議長・事務局会議、議長・副議長会議や、ビューロとよばれる数名の組織体（党税調インナーのようなもの）が頻繁に、多くは国際電話会議のかたちで開催されている。興味深いのは各国代表がかなりシニアの高官であることが少なくないことに加え、そのバックグラウンドが、金融当局（金融庁、財務省、証券取引委員会、中央銀行など）であったり、司法当局（法務省など）であったり、世界を代表する学者であったりと多様であり、多面的な議論が展開できることである。

現在、CG原則のグローバルな普及・実施とさらなる進化のため、さまざまな活動を続けており、テーマ別ピア・レビューの実施や専門的な調査、政策形成に加え、OECD加盟審査などにも注力している。

また、アジア、中南米、中東・北アフリカなどにおいて、毎月のようにラウンドテーブルなどのアウトリーチイベントも行っている。OECD非加盟国を多く含む、地域各国の政策立案者や研究者、企業、投資家などのステークホルダーなどが一同に会し、経験や最新の研究成果を共有する貴重な場として機能している。

3. 日本におけるCG改革の進展

（1）スチュワードシップ・コード（Sコード）およびCGコードの策定

わが国のCG改革は2013年6月に公表された『日本再興戦略』において、機関投資家が受託者責任を果た

すべく、スチュワードシップ・コード（Sコード）の策定が目標とされたことが皮切りといえる。その後、累次の成長戦略改訂版において、CG改革の目標が定められ、スタートは遅かったものの、その後、2014年2月にSコード策定、2015年6月のCGコード適用開始とスピード感を持って着実に推進されている。現在、Sコードは大多数の主要機関投資家を含む214社が受け入れを表明し、CGコードも上場企業の8割超が73あるCGコードの原則の9割以上を実施している（2016年12月時点）。なお、CGコードの策定に際しては、前述したOECD原則が参照され、OECDの専門家も検討の場にオブザーバー参加するなど、緊密な連携のもとに、わが国の現状を踏まえつつ、同原則に沿った内容が規定されており、このことが海外投資家からのわが国市場に対する信頼感醸成にもつながっている。

（2）両コードの普及促進と実施深化の取り組み

わが国は、2015年、CGに関する「枠組み」が大きな進展を見せたとの一定の評価を示しつつ、引き続き、CG改革をアベノミクスのトップアジェンダと位置づけ、改革を「形式」から「実質」へと進化させることを最優先課題に位置づけている。15年夏には、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（フォローアップ会議）が設置され、これまで、取締役会のあり方や、機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方についての意見書が公表されるなど、改革の効果を検証し、さらなる深化に向けた議論を重ねている。

（3）Sコードの改訂

上記フォローアップ会議の議論を経て、2017年初から、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を開催し、機関投資家が、顧客・受益者の利益を第一に考えてスチュワードシップ責任を適切に果たすためのいっそうの環境整備を目指してきた。今春、その議論がまとまり、改訂案がパブリックコメントを経て、5月29日に確定し、公表されたところである。

けれど、前述したように、インベストメント・チェーン、すなわち、家計などの最終受益者から、投資先企業へと向かう投資資金の流れが重層化し、年金基金などの資産保有者、そこから委託を受ける資産運用者、運用者などが利用する議決権行使助言会社など、多くの関係者がかかわるようになった。そうしたなか、機関投資家を中心に、それぞれが果たすべき役割を認識して適切に果たしていくことがきわめて重要である。

主な改訂点は下記のとおりである。

①年金基金などの資産保有者（アセットオーナー）

- 実効的なスチュワードシップ活動を果たすこと。
- スチュワードシップ活動に関して、資産運用者に求める事項・原則を明示。
- 資産運用者の活動に対する実効的なモニタリング。

②資産運用者（アセットマネージャー）

- 利益相反の適切な管理　たとえば、資産運用者が投資先企業が運営する年金基金の運用を委託されたり、投資先企業が運用者のグループ企業の取引先である場合などにおける議決権行使判断の独立性確保のため、利益相反に関し顧客・受益者の利益を確保するための措置についての具体的方針を事前に策定・公表、ガバナンス体制を整備することなどが規定された。

③機関投資家全体

- 議決権行使結果の公表　改訂前Sコードに従い、議案の種類ごとに、総体的な公表をする事例は見られるが、改訂により、原則として個別企業および議案単位での議決権行使結果を公表すべきとされた。
- インデックスファンドにおけるエンゲージメント　インデックス投資が公的年金の株式投資全体に占める割合は、77%にまで上昇しており、多くの投資先に分散投資するというファンドの形式上、対話コストが高くなるといった課題もあるものの、市場全体の深化のため積極的な対話を行うべきとされた。
- 経営陣におけるスチュワードシップ責任を果たすために十分な能力・経験の確保。
- スチュワードシップ活動に関する自己評価と公表。

④その他

- 集团的エンゲージメントの可能性　機関投資家間で協働して対話を行うことが、場合によっては、企業への対話形式として有益でありうるということが、確認的に規定された。
- 議決権行使助言会社による十分な経営資源の投入など　議決権行使助言会社も形式的審査に終始することなく、インベストメント・チェーン中の重要なプレイヤーであるとの認識のもと、適切な調査や利益相反管理のための経営資源の投入を行う必要があり、また、それらの取り組みを公表すべきとされた。
- ESG投資　機関投資家が運用判断に際して考慮すべきさまざまな要素として、ESG（環境、社会、ガバナンス）分野における機会やリスクを含める

ことが、明記された。

4. CG進展の要請と効果

(1) 成長戦略としてのCG

わが国のCG改革は、企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民（家計）に均霑^{きんてん}させることを主眼としている。これは、CGの機能を力強い成長とより包摂的な社会の実現とする前述のG20／OECD CG原則ともきわめて整合的である。企業に期待される変化は、経営者のマインドが変革され、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みが強化されることにある。特に、好決算が実現された期に、その利益が新規の設備投資や大胆な事業再編、M&Aに積極的に活用されていくことが期待されている。その際、グローバル水準のROE達成をひとつの目安とすることなどを通じて、企業が資本コストを意識して、経営判断を進めることが推奨される。

各企業には、たとえば、社外取締役の積極的な活用を具体的に経営戦略の進化に結びつけていくとともに、長期的にどのような価値創造を行い、どのように「稼ぐ力」を強化してグローバル競争に打ち勝とうとしているのか、その方針を明確に指し示し、投資家との対話を積極化していくことが期待される。また、企業に投融資する銀行や機関投資家には、企業とよい意味での緊張関係を保ち、積極的な役割を果たしていくことが求められ、銀行・商社などについては、企業の新陳代謝を支援する観点から、収益性を意識したリスクマネー供給の促進、目利き・助言機能を発揮するといった役割が期待される。

こうした結果、企業の中長期的な収益性が向上し、企業収益のいっそうの拡大が、雇用機会の拡大、賃金の上昇、配当の増加といったさまざまなチャネルで、国民に還元されることを通じ、好循環が実現されていくのである。

(2) CGのグローバルな含意

① G20／OECD CG原則において、良好なCGは株主その他のステークホルダーに対しては、彼らの権利が保護されているとの安心感を与え、会社に対しては、資本コストを減少させ、資本市場へのアクセスを促進することを可能にする、と明記し、グローバルな資本市場におけるCG改革の意義を重視している。すなわち、企業は、グローバルな投資家とい

う巨大な資金源と、それに伴う技術にアクセスすることが可能となる。

また、長期的な「辛抱強い資本」(patient capital)を誘引するには、企業側はCGの枠組みが、信頼に足るもので、国外投資家からもよく理解され、国際的に受け入れられた原則に整合的なものでなければならない、としている。CG改善は、海外投資家からの資金の獲得やそのコスト削減に資するとともに、海外への投資の機会を拡大し、その質を改善する。

なお、2016年のIMF国際金融安定性報告書によれば、新興国においては、CGが発展している市場ほど、市場の流動性が高く、グローバルなショックへの耐性があり、個別企業レベルでも、CG深化の度合いに応じて、こうした海外のショックが株価に及ぼす影響が、約50%も異なっている。

② OECDの最近の分析によれば、上場企業数やIPO数について、先進国では減少が続くなか、アジアの新興国では増加しており、その結果、上場企業のIPO調達額のうち、非OECD国が占める割合は、1995年～2000年の10%から、2008年～2015年の45%に急増している。こうした市場の激変に対応した環境整備を促進する必要がある。たとえば、新興国においては、少数株主が支配する企業が多いため、株主の権利保護の状況、関連当事者取引の適切な開示などに関する情報は、投資先の決定にいつそう、重要な情報となる。したがって、G20／OECD CG原則の改訂においても、こういった点の規定を強化、新設している。

また、CG改革の新興国・成長市場への普及は、当事国のみならず、投資する側であるわが国はじめ先進国側にとっても、きわめて重要であり、OECDも日本政府などと協力しつつ、その普及や、CG導入の技術支援に尽力している。特に、OECDのアジアCGラウンドテーブルや東南アジアCGイニシアティブは、アジア諸国の当局高官、産官学界、世界中の有識者などが参加して、最新の状況を共有したり、政策課題を議論して、CGを普及、進化させていく大規模なフォーラムであるが、日本政府が支援し、緊密に協力している。

2017年10月19～20日には、このアジアCGラウンドテーブルを東京（グランドプリンスホテル高輪）で開催する予定であり、目下、その準備にまい進しているところである。

