

コーポレート・ガバナンスの対話の在り方
経済産業省
於:IRジャパン12階会議室

コーポレート・ガバナンス開示の 意義と役割

日本企業のコーポレート・ガバナンス不信を克服する開示のあり方

2012. 10.19

一橋大学 加賀谷哲之

構成

1. 問題意識
2. 日本企業におけるコーポレート・ガバナンスの現状
3. コーポレート・ガバナンスをめぐる世界的な潮流
4. コーポレート・ガバナンス評価の現状
5. コーポレート・ガバナンス開示への期待

問題意識

- 日本企業のコーポレート・ガバナンスに対する不信感
 - －ROEやPBRの国際比較
 - －オリンパスや大王製紙における会計不正
- コーポレート・ガバナンス不信を克服するための制度改革
 - －監査・監督委員会
 - －社外取締役(Comply or Explain)
- 機関投資家はProblemか、Solutionか？
 - －機関投資家は効果的な規律付けを促す存在になっているのか、それとも企業経営による持続的な価値創造にネガティブに作用しているか？

日本企業のコーポレート・ガバナンスに対する現状

ROEの水準が他国と比べて低水準

日本企業のROEは他国と比べても低水準。とりわけ海外投資家の視点からすると資本コストを上回っている収益性をあげることができているか疑問に思っている可能性が高い。

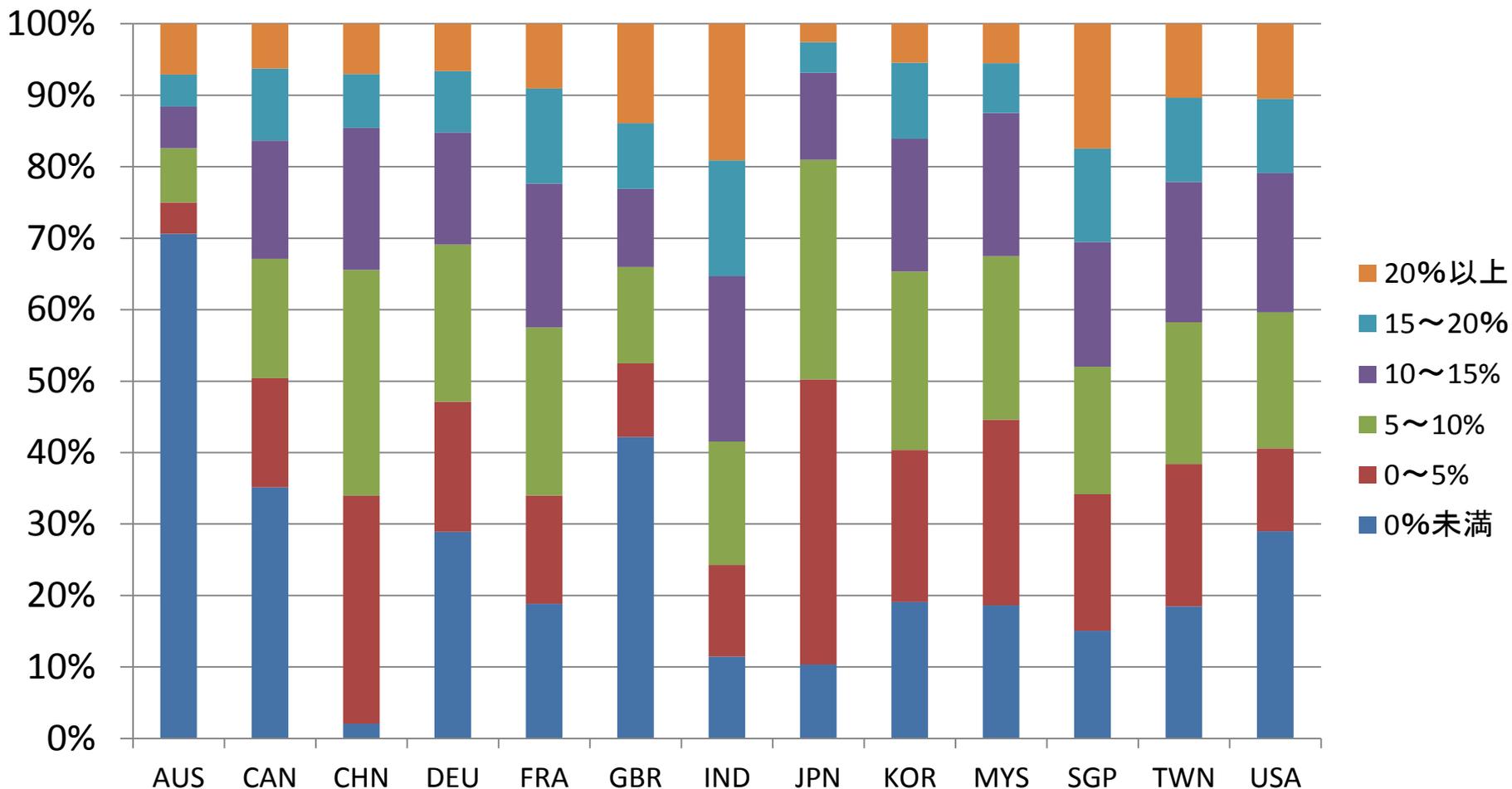
頻発する会計不正

2011年にオリンパスや大王製紙など経営トップが関与する会計不正が頻発している。経営トップが関与する会計不正は会計監査人のみでは十分に防ぐことは困難。

取締役会等は、企業がきちんと株主にとっての持続的な価値創造活動に従事していると投資家が信じていることができる状況にあるか？ 持続的な価値創造を促す上で取締役会などコーポレート・ガバナンスの枠組みが有効に機能しているか？

日本企業のPBRは他国に比べて低水準。

ROEの国際比較



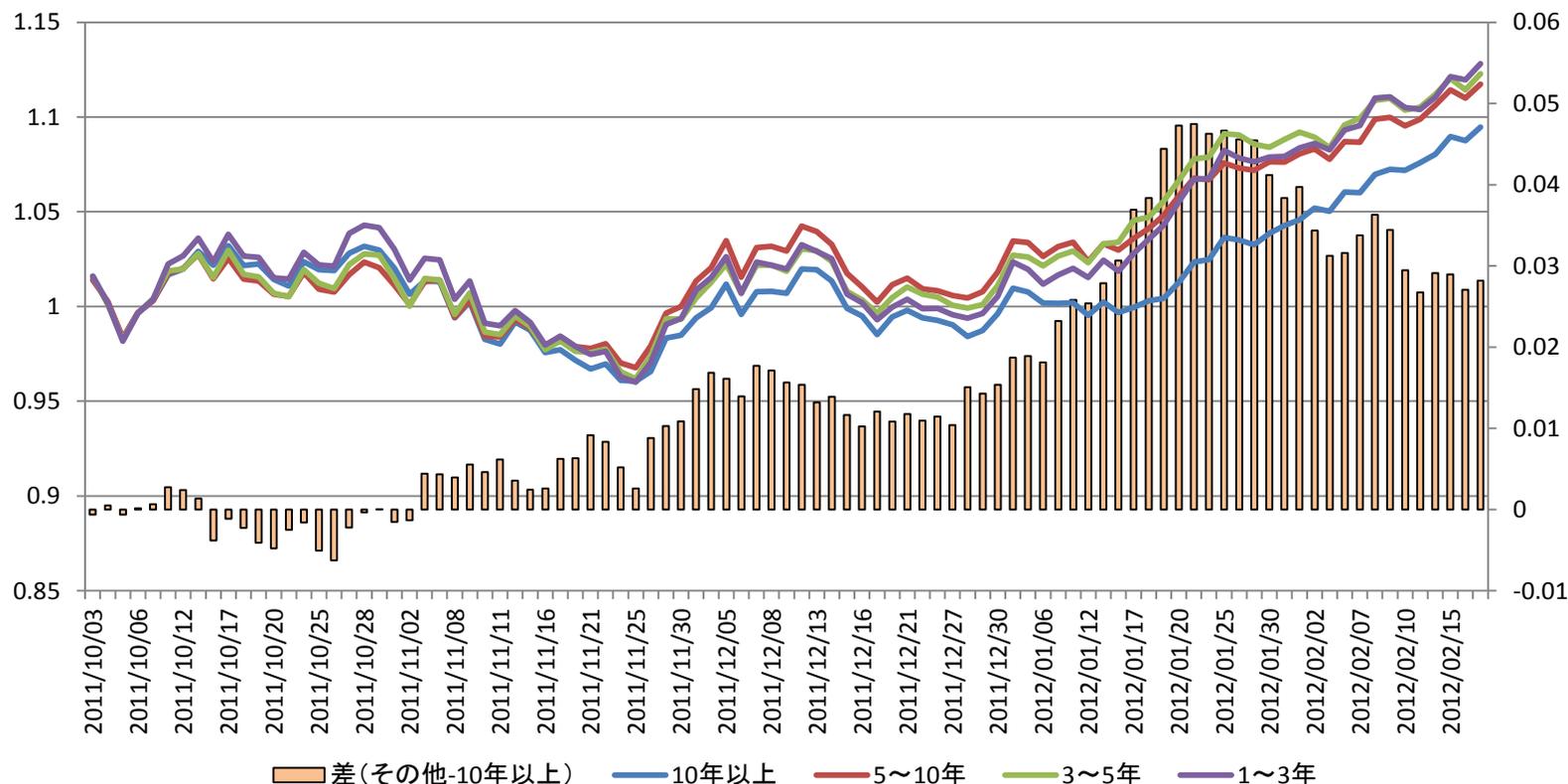
	AUS	CAN	CHN	DEU	FRA	GBR	IND	JPN	KOR	MYS	SGP	TWN	USA
中央値	-11.28	4.77	7.13	5.94	8.40	3.77	12.05	4.97	6.99	6.18	9.41	7.63	7.72
標準偏差	67.92	43.33	13.03	39.28	25.15	964.11	17.19	10.38	16.77	12.45	30.14	14.94	158.25

日本企業のROEは低水準(特に15%以上の企業の割合が低い)

※Compustat Globalデータベースより各国の2000-2010年の各社のデータをベースに各社の過去10年間の中央値を算出。図表では各社中央値の分布を示している。

日本企業の中で頻発する会計不正

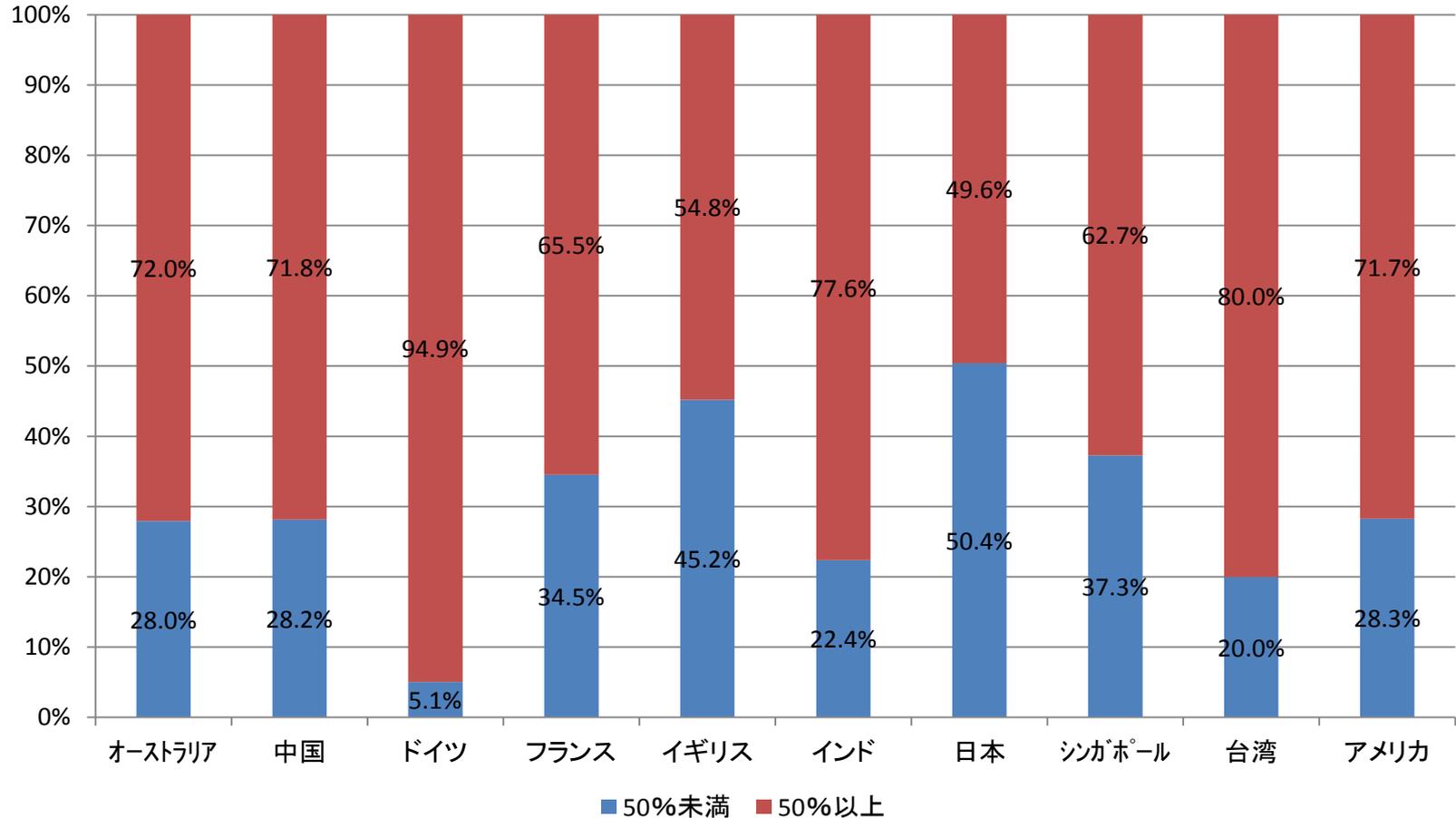
オリンパスや大王製紙の会計不正を契機に、日本企業のコーポレート・ガバナンスに対する不信感が増大しつつある。とりわけ経営者の暴走を本当にとめることができるのかといった認識が広がりつつある。



※2011年8月時点で会社代表者の就任期間が10年以上である457社、5~10年である434社、3~5年である412社、1~3年未満である588社を対象にオリンパスに対する内部告発があった2011年10月上旬からの株価を分析すると、就任期間の長い10年以上の企業の株価が他に比べて回復率が低くなっている。

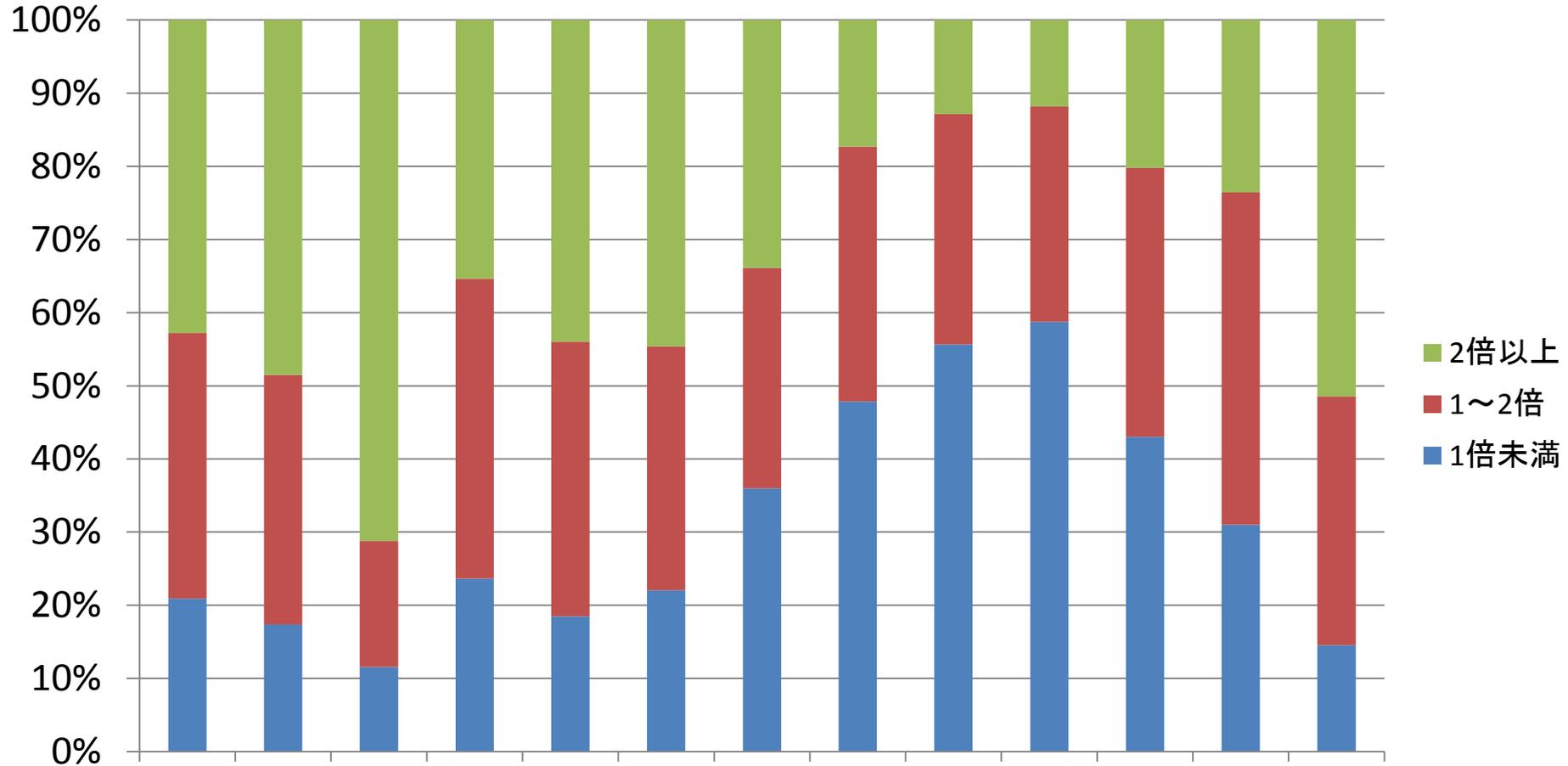
執行役員比率の国際比較

日本企業は株主に対する説明責任を十分に果たしている企業が必ずしも多くないにもかかわらず、執行役員の比率が過半数を占めていない企業がまだ多い。



※S&P社が提供するCapital IQで2012年3月に実施した取締役会に占める執行役員の比率を調査。

PBRの国際比較



	AUS	CAN	CHN	DEU	FRA	GBR	IND	JPN	KOR	MYS	SGP	TWN	USA
中央値	1.78	1.93	2.88	1.54	1.79	1.77	1.36	1.03	0.92	0.89	1.11	1.33	2.04
標準偏差	2.99	2.15	4.58	3.08	2.36	5.20	5.31	1.82	1.08	1.28	1.38	1.31	3.15

日本企業のPBRは他国に比べて低い水準にある(マレーシア、韓国につぐポジション)

※Compustat Globalデータベースより各国の2000-2010年の各社のデータをベースに各社の過去10年間の中央値を算出。図表では各社中央値の分布を示している。

日本で進展するコーポレート・ガバナンス改革の動向

社外取締役の導入

社外取締役が強制されているわけではないものの、導入していない場合には説明が求められる。

監督・監査委員会

監督・監査委員会設置の導入により監督・監査を専門に担う取締役を選任。米国流の統治モデルの導入による理解の促進。

資金調達の透明性

第三者割当増資や新株予約権の割当などでの不透明な取引を抑制することで過度な希薄化を抑制する制度改正。

日本ではこれまでさまざまなカタチでコーポレート・ガバナンス改革を実践してきた。しかし、そうした改革が十分に効果を上げてきたのかどうかについては検討する必要がある。

また社外取締役の導入や監督・監査委員会などの導入が、これまでのコーポレート・ガバナンス改革では実践できない、どのような新たな行動を企業や投資家に促す可能性があるのかを十分に議論せずに、コーポレート・ガバナンス改革を進めても屋上屋を重ねるだけになってしまう。



新たに導入されたさまざまな仕組みが生み出してきた効果とは？

(投資家の信頼性向上による資本コストの低減、経営の透明性の向上に伴う経営改革の加速など)

コーポレート・ガバナンス改
革をめぐる世界的な潮流

コーポレート・ガバナンスが企業価値に与える影響

どのようなコーポレート・ガバナンスが企業価値にプラスに作用するか？

→株主・投資家の声や影響をいかに企業経営に取り込んでいくべきか

Agency Theory

Proprietary Theory

投資家・株主と経営者の利害を一致させることにより、企業価値を増大させる。
→投資家の声を経営に反映。

企業固有の強みを外部利害関係者に伝えることで、企業価値が脆弱化。
→投資家と一定の距離感。

過去に実施された159の研究を包括したMeta-analytic Reviews(各リサーチの結果を総合的に判断する統計学的な手法)によれば、「社外取締役の割合」や「CEOと取締役会議長の分離」そのものが必ずしも財務業績(マーケット関連、会計業績関連)に影響を与えない(Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson;1998)。

機関投資家はSolution? Problem? (Heineman and Davis;2011)

機関投資家はSolutionか？ Problemか？

Heineman and Davis(2011)では、機関投資家が①個人投資家に対して適切なリターンを提供できているか、②投資対象会社の短期志向を促していないか、③投資対象会社に受託責任を促すという観点で有効な存在となっているか、という3点を検討。

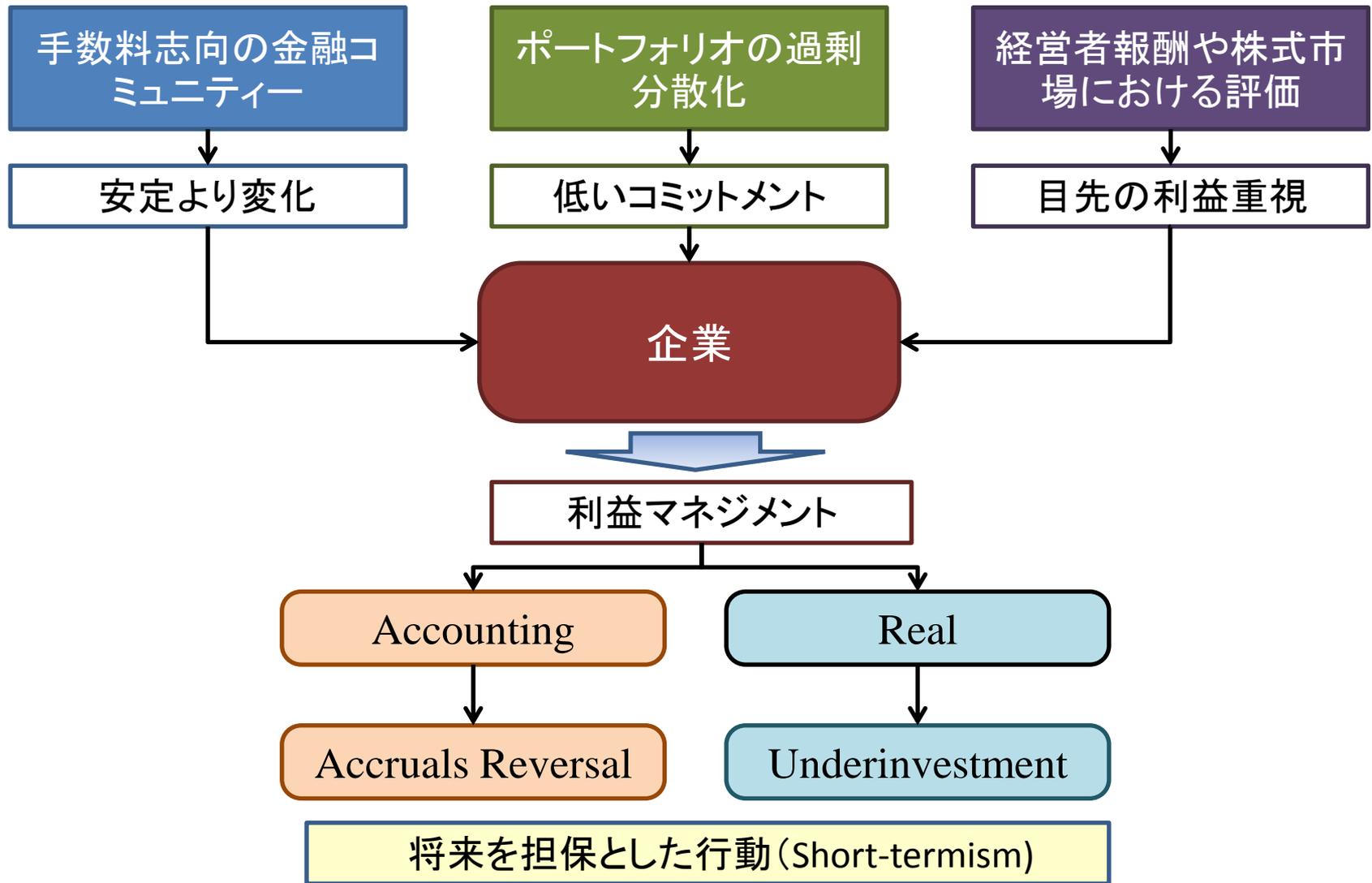
短期志向への影響

- ✓ Gaspar, Massa, and Matos(2004)は企業のM&Aによるパフォーマンスと投資家の時間視野との関係を検証。短期志向の投資家のプレゼンスが大きい企業では、M&Aの提案をより積極的に受け、かつそのプレミアムが低い。さらにM&Aパフォーマンスが低いことが確認されている。
- ✓ World Economic Forum(2011)では、投資関係者の長期投資に対する志向は強いものの、それがファンドなどの意思決定者との便益とうまく結び付けられておらず、短期志向が強くなっていることを示している。
- ✓ Haldane and Davies(2011)では米国および英国企業をサンプルに企業の時間視野について分析し、投資家にとっての時間軸が短期化していることを明らかにしている。
- ✓ Bushee(1998)やDerrien, Kecskes, and Thesmar(2011)などでは、利益目標を達成するために長期的な投資が抑制されていることを示している。

受託責任への影響

- ✓ Wong(2010)では、機関投資家には受託責任の履行を通じて投資対象となっている会社を長期志向に促すことが可能であるが、取引重視、過剰な投資分散化、株式保有連鎖の長さなどがそうした受託責任の機能・役割を全うさせることを困難にさせると指摘している。
- ✓ Wong(2010)以外にも、BIS(2011)、EU(2011)などでも同様の指摘。

短期志向とコーポレート・ガバナンスの関係性



Corporate Governanceの実践、開示面での工夫によりこうした展開を抑制しうるか？

海外におけるCorporate Governance Metrics

指標	提供会社	概要
CQS	ISS	①取締役構成・構造、②監査、③定款、④会社法、⑤役員・取締役報酬、⑥定性ファクター、⑦取締役・役員の株式所有、⑧取締役教育、という8カテゴリーから構成される61指標を活用し、ガバナンスの質を測定。①取締役構成・構造では、取締役数や規模の変化、議長とCEOの分離、非従業員役員への退職慰労金の支払い、CEO継続プラン、取締役の強制リタイア、委員会構造などを測定。
GMI	GMI	①取締役の説明責任、②財務開示と内部統制、③株主の権限、④経営者報酬、⑤統治・所有市場、⑥企業行動や企業の社会的責任問題の6つのカテゴリーから構成される指標を活用し、ガバナンスの質を特定。報酬委員会の役割や対応、取締役会における教育や評価などが測定される。
TCL	Minow and Monks	①取締役構成、②CEO報酬、③株主対応、④会計、⑤戦略的意思決定、⑥訴訟や規制問題、⑦買収防衛策、⑧問題となる取締役という8つのカテゴリーから構成される指標を活用し、ガバナンスの質を特定。CEOの基本給やボーナス、保有株式、株式報酬や所有、取締役の任意来や年齢、CEOの取締役内における位置づけなどが測定される。
CGS	S&P	①株式所有構造や外部ステークホルダーへの影響、②株主権と株主との関係性、③透明性、開示、監査、④取締役構造と有効性、という4つのカテゴリーにおける指標にてガバナンスの質を測定。基本給、役員報酬設定の独立性、報酬コンサルタントとの関係、報酬形式、開示などが測定されている。
AGR	Audit integrity	AccountingとGovernanceに関連した不正リスクの発生を予測するためのモデル。企業の積極性・保守性をベースに測定。200近くの会計・ガバナンス指標をベースに測定。

議決権委任状調査・助言会社やコーポレート・ガバナンス格付け会社が、企業のコーポレート・ガバナンスを評価しているが、Daines, Gow, and Larcker(2009)によれば、そうした格付けの多くは、将来業績や将来における会計不正発生の可能性を予測できるという統計的な帰結を導き出すことができていない。

形式のみでコーポレート・ガバナンスの有効性を問うことは困難

コーポレート・ガバナンス
開示に対する期待

コーポレート・ガバナンスをめぐる対話のあり方

- Comply or Explain?
 - ✓ イギリスですでに導入されているComply or Explainの実態は？
 - ✓ グローバル・アドバイザリー・ボードなどとの役割分化は？
 - ✓ 過去における会計不正などが発生した原因は何か？ それを低減させるうえで有効となるであろうExplainの内容は？
- 海外に発信すべきコーポレート・ガバナンスモデルとはどのような内容でいかに発信していくべきか？
 - ✓ 近年、アメリカやイギリスなどでも注目されるようになっているステークホルダー型コーポレート・ガバナンスをどのように発信していくべきか？
 - ✓ Blockholderによる統治の有効性？ コミットメントに対する対価？
 - ✓ リスクに対する備えを促すコーポレート・ガバナンスのあり方は？
 - ✓ 多様性
 - ✓ 国際性
- 制度設計への示唆
 - ✓ Fair Disclosureがかえって企業と経営者との間の円滑なコミュニケーションを阻害している側面もある。Blockholderによるコミュニケーションはむしろ促進。一方で透明性を担保。
 - ✓ 機関投資家によるvotingのあり方(Say on pay等を日本流にどのように取り込むか)