

金融庁「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的成長と中長期的企業価値向上のために～」に対する回答

2015年1月31日

Network for Sustainable Financial Markets (SFM、持続可能な金融市場ネットワーク) は長期投資に関心を持つ金融業界のプロフェッショナル、学識経験者その他による国際的なグループです。SFM は最近起きた金融危機は何度でも起こり得るため、単なる一事件であるとは考えていません。むしろ危機で露呈した不安定性が金融市場の改革の必要性を物語っており、その改革こそが長期的で持続可能な企業価値をもたらすと考えています。

我々は世界的に連動する経済システムをより持続可能なものにする必要性を痛感しているため、今回の意見募集に回答できることに感謝しております。日本において金融業界が他国に比べて支配的ではないことは良いことと考えておりますが、それは同時に欠点も内包している可能性があります。決定的に重要なのは経済的・社会的な目的を両立することです。社会的な目的が支配的になれば経済的な価値創造は失われ、逆に経済的な目的のみに傾倒すれば、長期的な価値創造は実現できなくなります。

我々は既に経済産業省「伊藤レポート」や金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」を含む複数のパブリック・コメントに積極的に回答しています。この回答内容の一部は過去のSFM回答でも用いられていることを御了承下さい。

SFM は金融市場の改革のため以下の7原則を掲げています。

- I. **金融市場の経済的・社会的価値は長期的で持続可能な企業価値をもたらすことである。そしてそのための効果的な資源配分が必要である。**
- II. **持続可能な企業価値の形成には現在市場で扱われていないリスク・機会の特定・評価が必要である。**
- III. **短期的な観点と長期的な観点のバランスが必要である。**
- IV. **市場参加者は自らの行動について責任を負わなければならない。**
- V. **全ての金融機関のガバナンスは改善されるべきである。**
- VI. **経済面でのより良い利害関係の一致がエージェンシー・コストの低減に必要である。**
- VII. **国際的な協働がより良い金融市場のために必要である。**

SFM ウェブサイト(英語):

<http://www.sustainablefinancialmarkets.net/>

SFM 日本ワーキンググループ ウェブサイト:

<http://www.sustainablefinancialmarkets.net/%E6%97%A5%E6%9C%AC%E8%AA%9E%E7%89%88/>

末尾に本回答に賛同する SFM 参加者の一覧を記載しております。

コーポレートガバナンス:企業とステークホルダーとの利害一致の最大化

本章では主に基本原則 1, 2, 5 及び原則 1.2, 2.3 に関連する内容を記載している。

我々は基本原則 1 のコーポレートガバナンスの定義を評価する。安定した日本の慣習は ESG(環境・社会・ガバナンス) 要因志向の長期投資による繁栄という重要な可能性を提供している。しかし説明責任、情報開示、株主を含むステークホルダーへの働きかけが必要である。また日本における企業とステークホルダーとの関係が現代経済で支配的な新古典主義経済学の視点とは必ずしも一致していない点も重要である。新古典主義経済学では情報、市場、競争が完全であることを前提に、「市場は社会的、文化的な利害関係とは切り離された社会の一部であり、自己利益追求が個人的、社会的な利益に発展する」としている¹。我々は日本を含む様々なガバナンスシステムが社会的・経済的両方の視点から生まれていることをより広く認知されるべきと考えている。それは孤立主義や社会主義を推奨するわけではなく、長期的に持続的な投資を発展させるためである。

また株主だけではなくその他のステークホルダーとも継続的な働きかけを求める基本原則 2 も歓迎する。しかし冒頭の SFM の 7 原則でも強調している通り正負両方の外部性の特定、評価により、ステークホルダーとの利害一致の最大化を当コードでベストプラクティスとして明確に規定すべきである²。さらに原則 2.3 の文面は負の外部性の影響力を考慮すると改善されるべきである。何故ならいわゆるブラックスワン型の(すなわち発生確率は低いものの、その被害が甚大な)事件・事故を、頻発するが被害の小さい事件・事故と同様、通常のリスク管理プロセスで考慮に入れるべきだからである。ESG 要因は東京電力の放射能漏れ問題のような極端な事故と密接に関連しており³、包括的なシナリオ分析のために必要なフォーワード・ルッキングな視点を企業に求める。

さらに基本原則 5 で示している通り、企業の投資家向け広報活動(IR)活動のターゲットを長期投資家⁴にし、株式持ち合いの比率が低下⁵しても安定した資金調達先を得ることが重要である。企業が短期志向に陥る

1 Williams, Cynthia A., De Graaf, Frank Jan. The Intellectual Foundations of the Global Financial Crisis: Analysis and Proposals for Reform. *UNSW Law Journal*, 2009, 32(2): 390-415.

2 Suzuki, Tomo (2012) 'The Impact of IFRS on Wider Stakeholders of Socio-Economy in Japan'. On the request of the State Minister Shozaburo Jimi, Financial Services Agency, the Government of Japan. First submitted: 30th March, 2012 in Tokyo. 217 pages. Professor Tomo Suzuki, Saïd Business School, University of Oxford, OX1 1HP UK.

3 Preventable Surprises diagnosis framework is suitable for diagnosis and prevention of the extreme events. The framework identifies six drivers of mismanagement: regulatory capture, narrow conception of risk, organisational learning disabilities, leadership failures, weak concern for negative externalities, and shareholder value fundamentalism. (access 16 January 2015)

<http://www.preventablesurprises.com/diagnosis-and-prevention/the-diagnosis/>

4 Wong Simon, Seven Ways CEOs and Investors Can Promote the Long Term (29 September 2011). *Harvard Business Review*, 2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1947636>

と同じ短期志向の投資家を惹きつけることになり、結果高ベータ、高い資本コストを受容せざるを得なくなる⁶ためである。ESG 要因について取締役の見解を示すことは長期投資家へ接触、関係を維持するために有効である⁷。

我々は議決権行使についてより注意を払うべきだと考えている。関連資料が年次株主総会の直前に日本語でしか開示されないことが多いこと等から、議決権行使は日本企業の海外投資家にとって困難である。これは年次株主総会が6月に集中している事実と相まって、十分な情報を基にした議決権行使を事実上不可能にしている。我々はコンプライ・オア・エクスプレインの原則に基づき、(a)総会資料の適時(総会の4週間までに)、日本語・英語での開示、(b)株主名簿の確定から年次株主総会までの期間の弾力化を原則1.2に加えることを提案する。

ステークホルダーに即したコーポレートガバナンスは特に取締役会の構成・活動、役員報酬体系、企業年金基金運用の3点においてさらなる改善を伴う。

取締役会の活動: 独立取締役のみで構成された委員会が独立取締役の最重要な役目のために必須

本章では主に原則 2.4, 4.7, 4.8, 4.10 に関連する内容を記載している。

全ての国または証券取引所が取締役会及び主要委員会で過半数の独立取締役を義務付けているわけではないが、日本企業の取締役会は大多数の内部出身者で構成されていることは特筆すべきである。現在ほとんどの日本企業の取締役会では1名もしくは2名の社外取締役しか選任されていない、または全くないという状況である。我々は内部出身者による洞察の有用性を認識しているが、外部からもたらされる別の視点も取り入れることが最善と考えている。すなわち同質な集団よりも、多様な取締役構成により経営の方向性についてより多くの選択肢が提供され吟味されることになる⁸。

原則 4.7 及び 4.8 が独立取締役の役割、責務、実効的な活用について明確にしている点は重要だが、「少なくとも2名の独立取締役」では独立取締役による委員会を構成するには不十分である。これらの委員会は海外投資家から特に独立性を必要と認識されている指名、報酬その他の事項について取締役会に助言し、経営陣の自己保身・利益に基づく行動を抑制する役割がある。補充原則 4.10.1 はこの種の委員会は任意かつ検討に値するベストプラクティスとして説明されているが、以下の3点の理由から不十分である。(a)独立取締役を「主要な」構成員とすることを示唆しており、独立取締役のみで構成されるべきとしていない。(b)指名及び報酬のみを審議・助言の対象としており、その他の経営者や利害関係者が深く関与する事項、例えばマネジメント・バイアウト(MBO)や取締役の行動についての調査等は含まれていない。(c)これら

5 Decline of cross-shareholding, SankeiBiz, 5 September 2013 (access 16 January 2015)

<http://www.sankeibiz.jp/macro/news/130905/eca1309050600002-n1.htm>

6 Brochet Francois, Loumiotis Maria, Serafeim George. Short-termism, Investor Clientele, and Firm Risk. Harvard Business School Working Paper 12-072. August 2012.

7 Global Trends in Investor Relations: A Survey Analysis of IR Practices Worldwide – Eighth Edition, BNY Mellon, December 2012, P13. http://www.irs.org.uk/files/2012_BNYM_Global_IR_Survey.pdf

8 Phillips Katherine, How Diversity Makes Us Smarter, 16 September 2014 (access 16 January 2015)

<http://www.scientificamerican.com/article/how-diversity-makes-us-smarter/>

の問題とは別に補充原則 4.10.1 の内容はコンプライ・オア・エクスプレインの開示の対象になっていない。何故なら原則 4.10 があくまで「任意の」ガバナンスの仕組みの活用として触れているからである。

これらの点から当コード原案は独立取締役の実効性に関する重要な側面について国際的なベストプラクティスと整合していない。補充原則 4.8.1 に提案されている独立取締役のみで構成される会合は上記のような「独立取締役のみで構成される委員会」のベースに成りうるとはいえ、はその役割についての詳細説明は名言されていない。明確な情報開示や国際的なベストプラクティスを促進し、矛盾から生じる混乱を招かないために、補充原則 4.10.1 の文言は原則 4.8 に関連付け、独立取締役会のみで構成される委員会の設置や同委員会がコンプライ・オア・エクスプレインの開示の対象となることを明言すべきである。また同委員会が独立取締役のみで構成されなければならないこと、経営陣に不当な影響を受けず独立性を確保した上で取締役会が決議する全ての事項について助言を行なうという役割について文言をより厳格化する必要がある。原則 4.10 の背景説明で言及されているように、海外投資家はこの独立取締役のみで構成されている委員会を企業が持っているか、持っていない場合その理由を開示するよう望んでいる。

我々は原則 2.4 の改定も必要と考えている。具体的には指名委員会があれば、その方針(基準)において取締役候補選定に当たり独立性、多様性を考慮すること、多様性の定義に性別を含めるべきである。日本には世界で最も才能があり、教育水準が高いが、活用されていない女性労働者がいる。日本の直面する労働人口の減少を緩和するためにこの人材をより育成し企業の戦略的な経営判断に活用することが有用である。同時に一取締役が複数の取締役会を兼任することを制限するため基準を提示する必要がある。ちなみに 3 社以上で社外取締役を務める候補者への賛成票は控えるような議決権行使助言が北米では一般的である。

適度で企業価値向上に基づいた役員報酬体系

本章では主に原則 4.2 に関連する内容を記載している。

日本企業の集団による価値創造を重んじる文化は労使間、また企業と社会との間で報酬を巡る議論を極力抑えてきた⁹。原則 4.2 はより高い変動報酬比率を提案している。しかし経済的利益、投下資本利益率(ROIC: Return On Invested Capital)の加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost of Capital)に対する超過分等を基にした変動報酬部分を増やすべきである¹⁰。現在の株価パフォーマンス(TSR: Total Shareholder Return)を基にしたストック・オプション等中長期的な変動報酬は取締役・執行役員の業績を正確に反映していない。なぜなら株価は ESG パフォーマンス¹¹を含めた企業の本源的価値ではなく、主に企業の短期的な決算発表や投資家心理と結びついているからである。代わりに経済的利益、投下資本利益率の加重平均資本コストに対する超過分は企業の持続的成長を考える上でより有益である。

9 Leading or Lagging? High Pay Centre, 2013, P17. http://highpaycentre.org/files/Leading_or_lagging_final.pdf

10 Burgman Roland, Clief Mark Van. Total Shareholder Value (TSR) and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused, Rotman Institute of Pension Management, 5.2: 26-33

11 Wong Simon, People have evolved past homo economicus (July 6, 2014). *Financial Times*, 2014. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2463708>

社員の利害を反映した企業年金基金の運用責任

本章では主に基本原則 2 に関連する内容を記載している。

基本原則 2 は企業年金基金が持続可能性とともに社員の長期的利益への一致という受託者責任¹²に基づいた運用義務があることを明確にすべきである。何故なら企業年金基金の運用が経営者による社員への責任として重要であるにもかかわらず、これまでコーポレートガバナンスの一分野として明確に認識されてこなかったためである。企業年金基金は現在経営陣により管理されているが、当コードは各基金が日本版スチュワードシップ・コード¹³に署名し、必要な運用管理体制を導入するように促すべきである。

またこれを補完するため、金融庁は機関投資家、特に企業年金基金のスチュワードシップ活動を推進するためにルールベース・アプローチを適用すべきである。機関投資家が日本版スチュワードシップ・コード原則 7 で規定されている「スチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備える」ために、金融庁は受託者責任に関するプロ意識養成とベスト・プラクティス共有を目的とした研修プログラムを機関投資家に義務付けるべきである。これは財政的・人的キャパシティの不足しがちな機関投資家がスチュワードシップ活動を展開するための有効な第一歩となるはずである。過剰な群集行動が経済及び年金基金参加者・受益者に与える悪影響、短期及び長期責任の公平性確保、年金関連業者と年金基金参加者・受益者との利益合致を促進する手数料体系、ESG 要因の重要性、集团的エンゲージメント(英国版スチュワードシップ・コード原則 5 で規定)のメリット等がその研修プログラムに必須科目として含まれるだろう。

結論:コンプライ・オア・エクスプレインによる開示が有効な施行の鍵となる

当コードはコンプライ・オア・エクスプレインによる開示があってはじめて有効性を発揮する。全ての原則、補充原則、推奨されるプラクティスはコンプライ・オア・エクスプレインによる開示を前提とすべきである。

本回答に賛同する SFM 参加者¹⁴

Kazutaka Kuroda 黒田一賢

Social Media Director, Network for Sustainable Financial Markets (SFM)

Co-Chair, SFM Japan Working Group

UK

Nicholas Benes

Representative Director, signing as member, Network for Sustainable Financial Markets (SFM)

(Representative Director, The Board Director Training Institute of Japan)

Japan

12 The definition of fiduciary duty and related problems were deliberated in the SFM Response to the Japan's Stewardship Code: <http://www.sustainablefinancialmarkets.net/wp-content/uploads/2014/02/Final-SFM-Response-to-Japan-FSA-Request-for-Comments-on-the-Japan-Stewardship-Code.pdf>

13 Miyai Hiroshi, Governance of Corporate Pension Funds: Enhancement of Governance by Sign to the Japan Stewardship Code, *Corporate Pensions*, December 2014

14 賛同者は個人として本回答に賛同している。所属機関名はあくまで参考として付しており、所属機関を代表して賛同しているわけではない。

Yoshihiro Fujii
Professor, Sophia University
Representative, Finance GreenWatch and the Research Institute of Environmental Finance
Japan

Julie Gorte
Senior Vice President for Sustainable Investing, Pax World Management
USA

Hiroshi Miyai
Member of Advisory Board, Nikko Financial Intelligence
Director, Research Institute for Policies on Pension & Aging
Visiting Professor, Chuo Graduate School of International Accounting
Japan

Simon Wong
Visiting Fellow, London School of Economics and Political Science
UK

Daniela Carosio,
Director, Sustainable Equity Value
Italy

Keith Johnson
Chair of Institutional Investor Services Group
Reinhart Boerner Van Deuren s.c.
USA

Sean Kidney
CEO, Climate Bonds Initiative
UK

Cary Krosinsky
Executive Director, Network for Sustainable Financial Markets (SFM)
USA

Gordon Noble
Managing Director – Asia Pacific, Inflection Capital Management UK Ltd

Australia

Stephen Viederman

Vice Chair (North America) and Director, Network for Sustainable Financial Markets (SFM)
USA

Aaron Bernstein

Editor, Global Proxy Watch
USA

Sarah Cleveland

Founder & CEO, Sarah Cleveland Consulting
USA

Stephan Davis

Senior Fellow, Harvard Law School Program on Corporate Governance
USA

Frank Jan de Graaf

Academic and responsible investment specialist
Netherlands

Andreas Hoepner

Associate Professor of Finance, ICMA Centre of Henley Business School
UK

Catherine Howarth

CEO, ShareAction
UK

John Jarrett

Corporate Governance Advisor
USA

Matthew Kiernan

Founder and Chief Executive, Inflection Point Capital Management
UK

Karel Leaflang

Managing Partner EMEA, Organizational Capital Partners, a division of StrategyPod Consulting
Switzerland

James McRitchie

Publisher, CorpGov.net

USA

Sandy Jeanquart Miles, PhD, SPHR, GPHR, Academic FCIPD

Professor of Management

ISO/TC 260 Convener, WG 5 Recruitment

Dept. of Management, Marketing, and Business Administration

Arthur J. Bauernfeind College of Business

Murray State University

USA

Julian Poulter

Chief Executive Officer, Asset Owners Disclosure Project

UK

Nick Robins

Member, Network for Sustainable Financial Markets (SFM)

UK

Peter Sweatman

Founder and Chief Executive, Climate Strategy

Spain

Raj Thamotheram

CEO, Preventable Surprises

UK

Jay Youngdahl

Senior Fellow, Initiative for Responsible Investment

Hauser Institute for Civil Society

Harvard University

USA