

キャノングローバル戦略研究所

『山を動かす』研究会メンバーによるワークショップ

「資本生産性向上による成長戦略」

第2論文「企業価値向上の観点からのコード(原則)の活用」

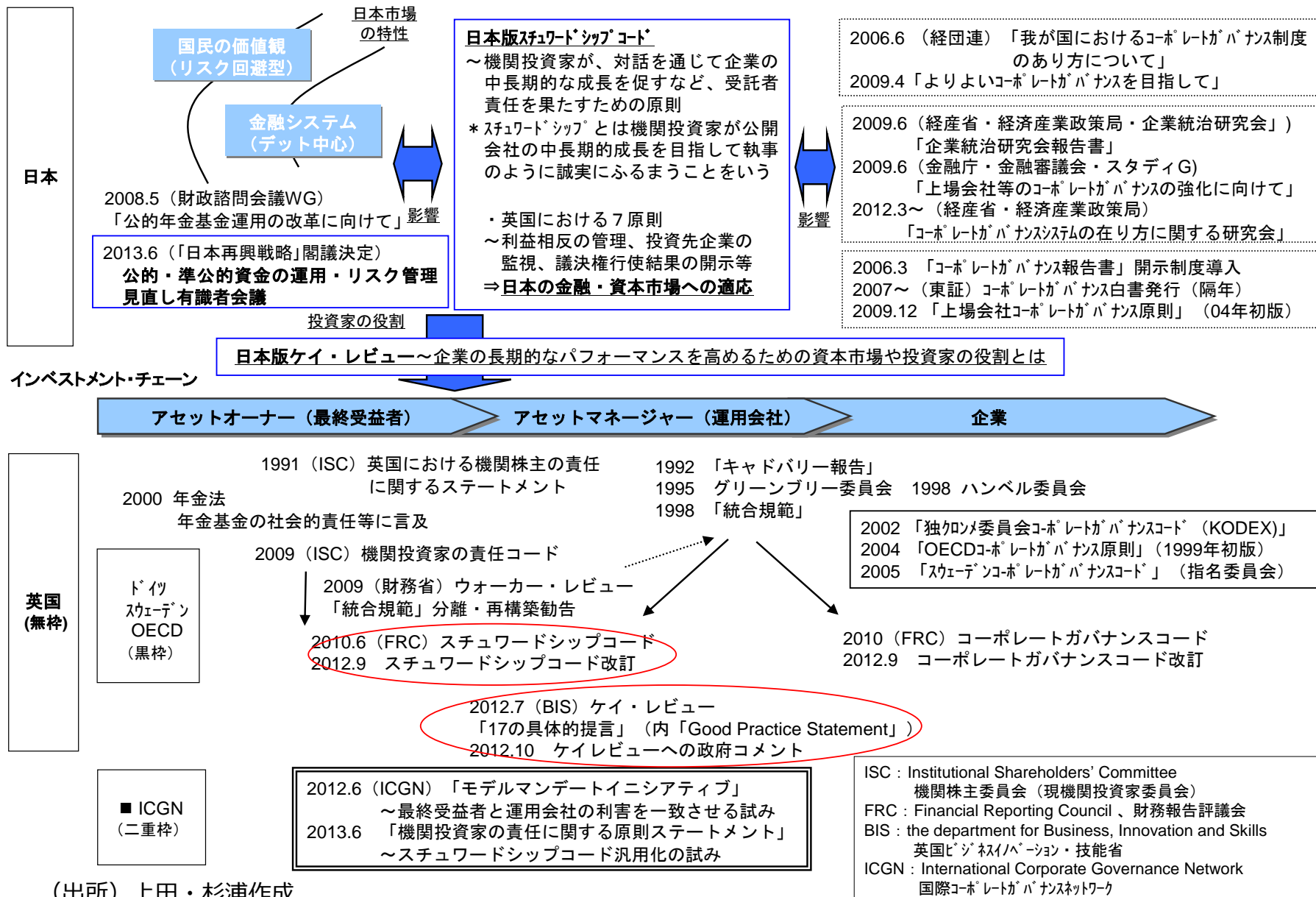
～各国の取組みと日本への示唆

2013年10月22日

杉浦 秀徳

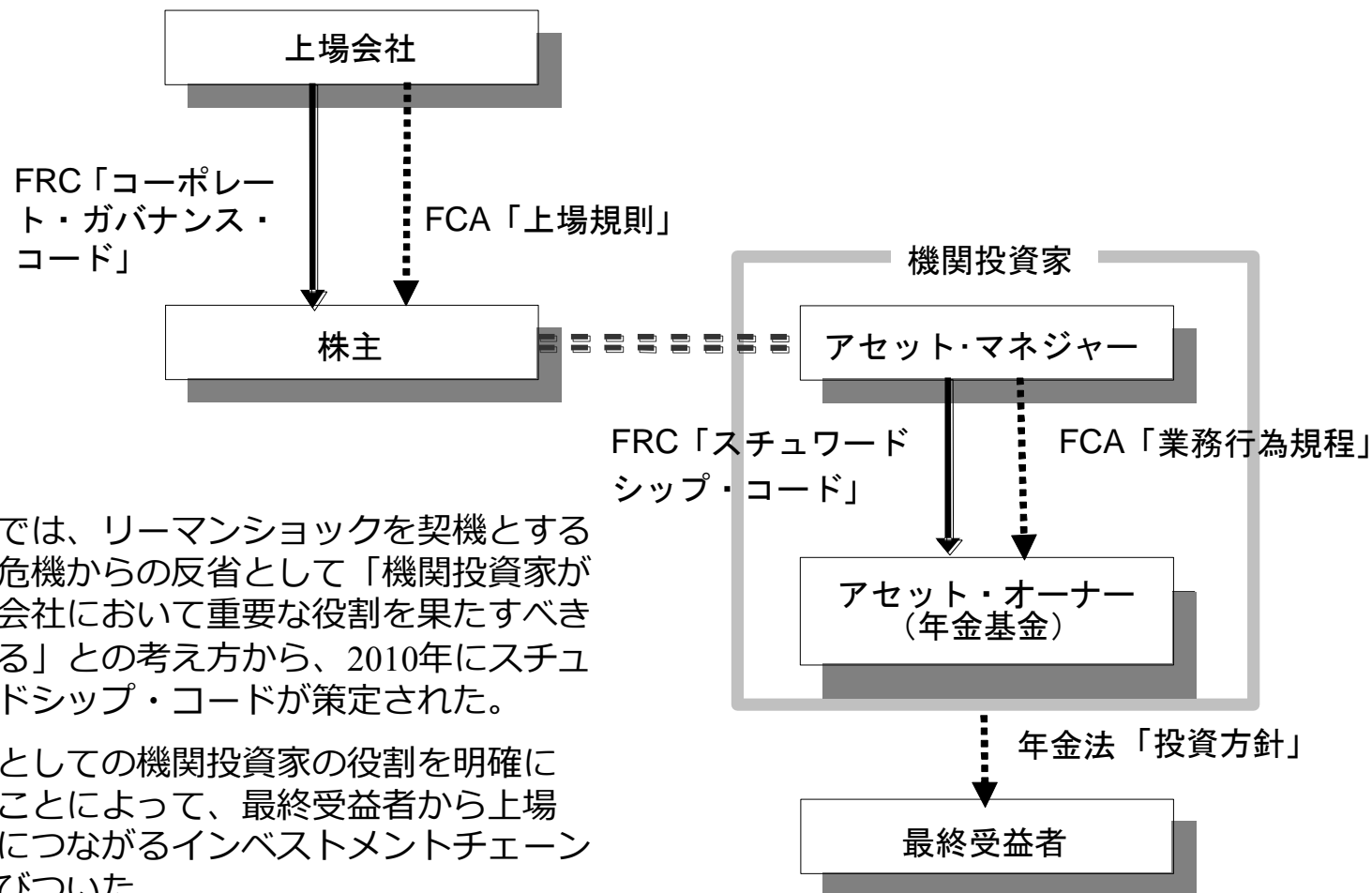
(みずほ証券経営調査部上級研究員
京都大学経営管理大学院特別教授)

国内外の金融・資本市場改革に向けた全体像



(出所) 上田・杉浦作成

英国における上場会社の価値向上のための制度の枠組み



- 英国では、リーマンショックを契機とする金融危機からの反省として「機関投資家が上場会社において重要な役割を果たすべきである」との考え方から、2010年にスチュワードシップ・コードが策定された。
- 株主としての機関投資家の役割を明確にすることによって、最終受益者から上場会社につながるインベストメントチェーンが結びついた

(出所) 上田作成

スチュワードシップ・コード、ICGNによる機関投資家原則の内容

スチュワードシップ・コード7原則

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示しなければならない
2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反を管理するために、堅固な方針を定めなければならない。この方針は公に開示されなければならない
3. 機関投資家は、投資先企業を監視しなければならない
4. 機関投資家は、投資先企業に対する活動の水準を高めていく時期および方法について、明確なガイドラインを策定しなければならない
5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家とともに集团的に行動しなければならない
6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使活動の開示に関する明確な方針を定めなければならない
7. 機関投資家は、スチュワードシップおよび議決権行使活動に関して定期的な報告を行わなければならない

ICGN「機関投資家の責任に関する原則ステートメント」

内部ガバナンスに関する6原則

1. 受託者責任
2. 独立の監視機能
3. 経営組織の能力および実効性
4. 利益相反、倫理規範、法令遵守
5. 適切な報酬体系
6. 透明性とアカウンタビリティ

外部責任に関する6原則

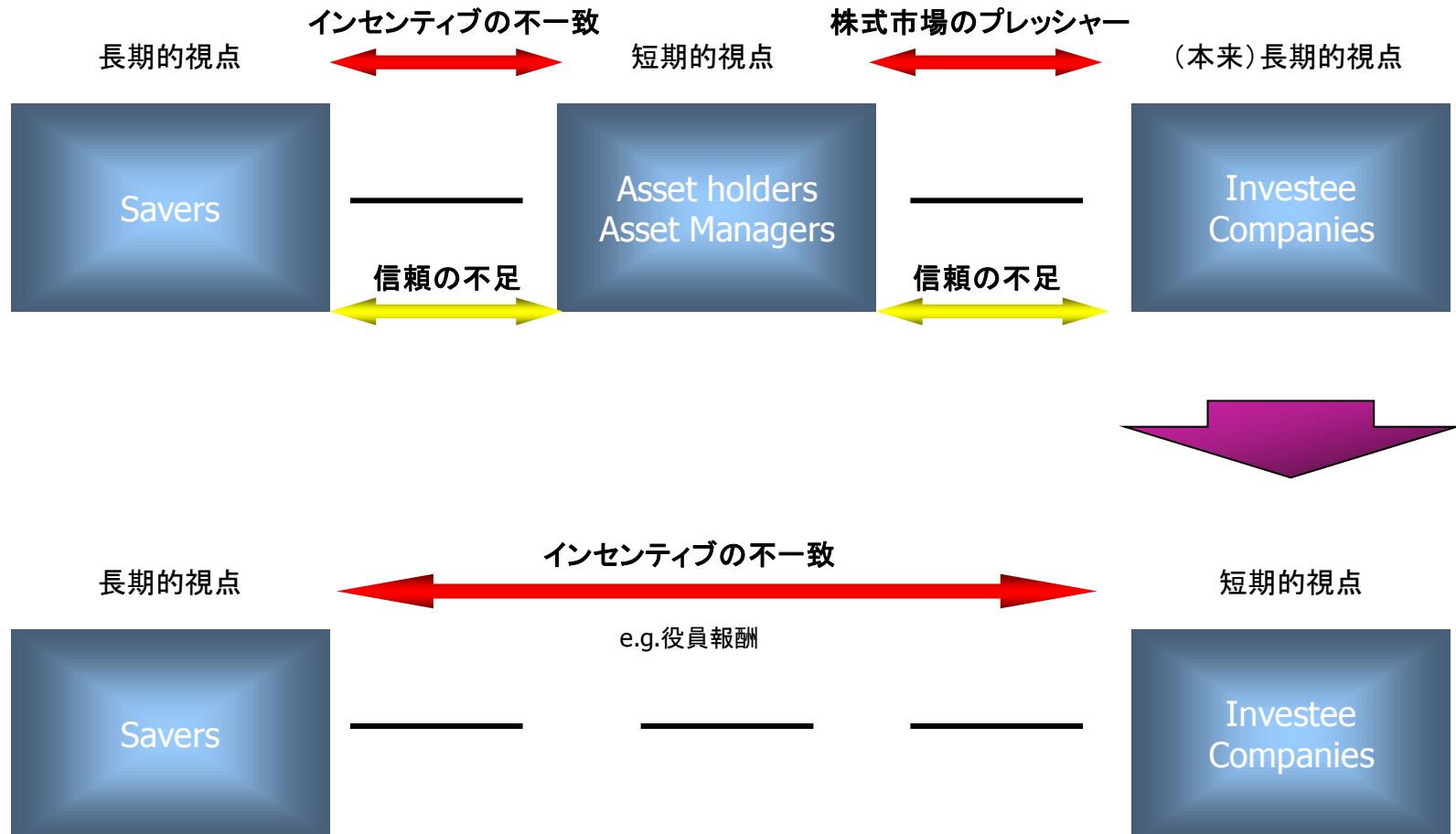
7. 一貫した方針の策定および適用
8. 積極的な監視
9. 積極的なエンゲージメント
10. 十分な情報に基づく議決権行使
11. 関連する政策対話への参加
12. 集团的エンゲージメント

ケイ・レビューと政府レスポンスの概要～経緯

- 2010.3 議会のビジネス・イノベーション・技能委員会が“Mergers, acquisitions and takeovers: the takeover of Cadbury by Kraft”を公表
⇒ 政府に対し、機関投資家とともに、株主の短期主義(short-termism)的な決定に関する問題に取り組むことを期待。
- 2010.10 ビジネス・イノベーション・技能省(BIS)が“A Long-Term Focus for Corporate Britain”を公表
⇒ 英国の上場会社法制や会社・株主間の活動に係るシステムが長期的な視点に立って英国の会社を成長させるものとなっているか、に関しパブリックコメントを募集。
- 2011.3 “A Long-Term Focus for Corporate Britain”のレスポンスのサマリー公表
⇒ 英国の株式市場において短期主義的な行動やエージェンシー問題が見られることを確認。
- 2011.6 Vince Cable大臣によるJohn Kay氏へのレビュー委託公表**
⇒ 株式市場における短期主義的な行為が英国会社の持続的な競争力に及ぼす影響、メカニズムに関する調査、及びこの調査を踏まえた提言を委託
- 2011.9 ケイ・レビュー作成のための問題事例、データ、意見等の募集を開始
- 2012.7 ファイナル・レポート公表**
- 2012.11 BISがケイ・レビューに対するレスポンスを公表
- 2012.12 議会のビジネス・イノベーション・技能委員会(BIS委員会)が17の提言に関する意見募集を開始
- 2013.7 BIS委員会が上記意見募集の結果を含む調査結果及び政府が対応すべき事項の提言を公表

ケイ・レビューが指摘する英国株式市場の現状と課題

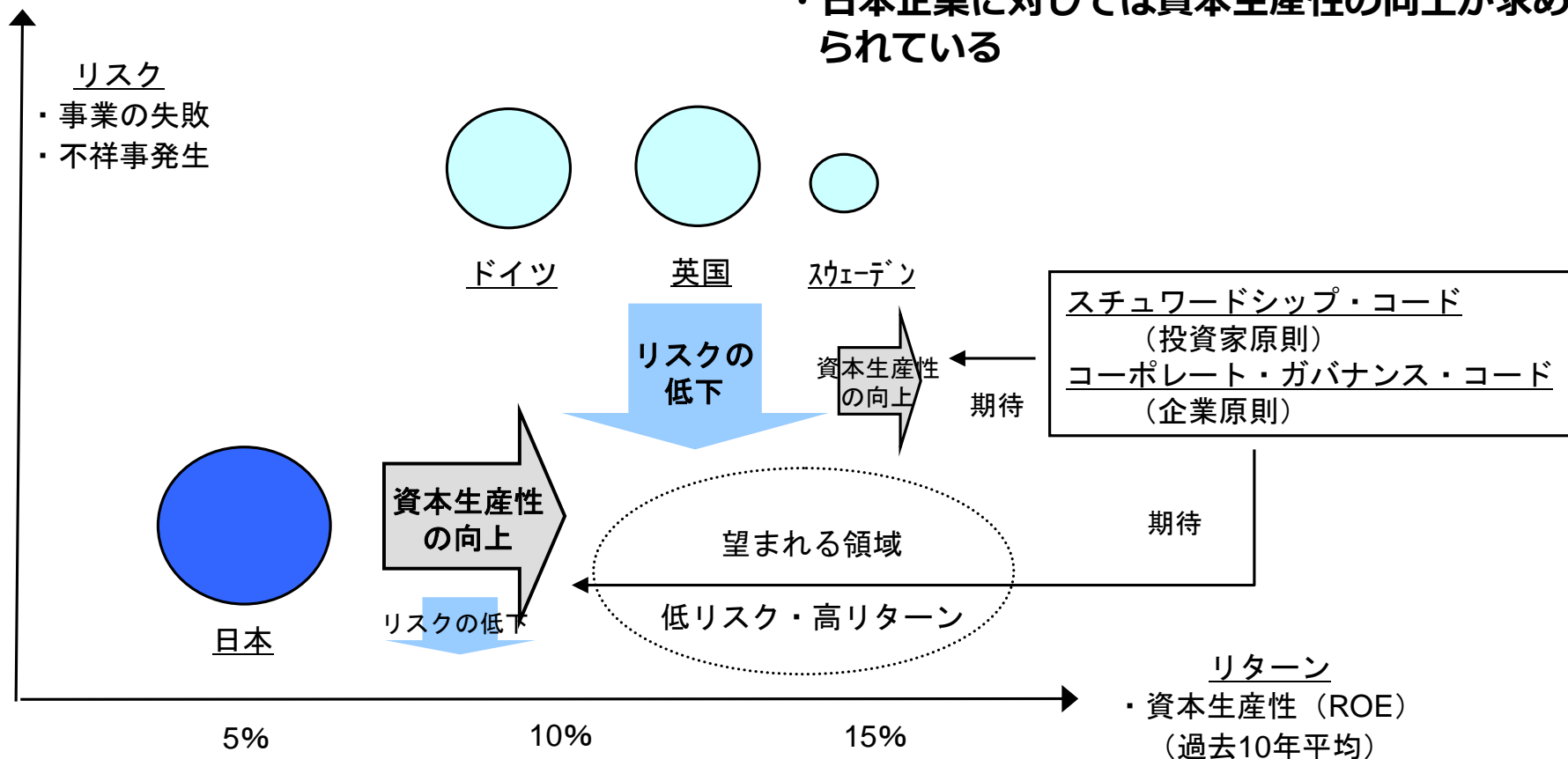
◇ エクイティ・インベストメント・チェーンにおける「インセンティブの不一致」と「信頼の弱化」



(出所) みずほ証券作成

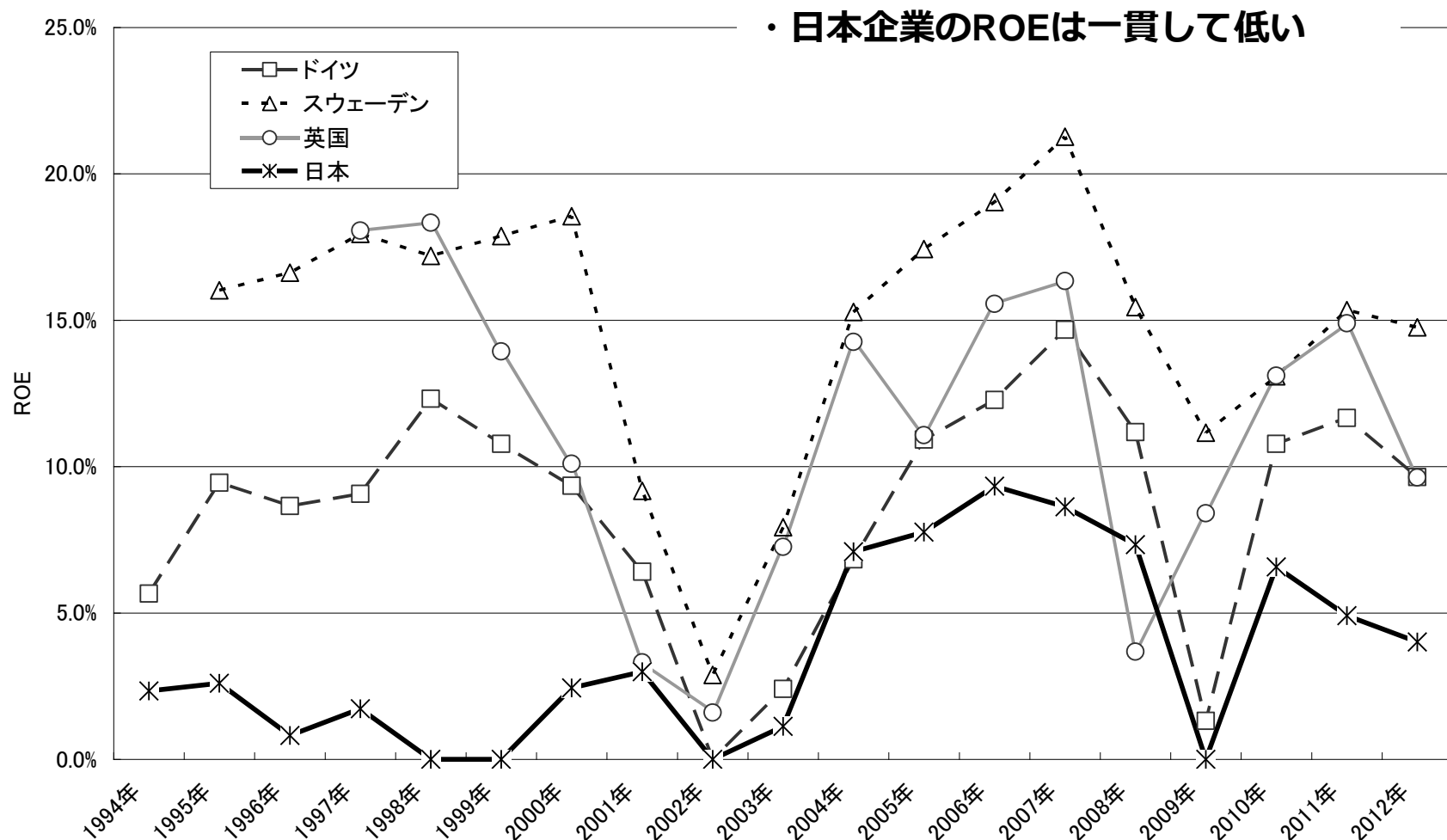
各国のステージ毎に異なるコード(原則)設定の目的

- ・コーポレートガバナンス・コードは不祥事発生回避のみが目的ではない
- ・日本企業に対しては資本生産性の向上が求められている



(出所) 小林・杉浦作成

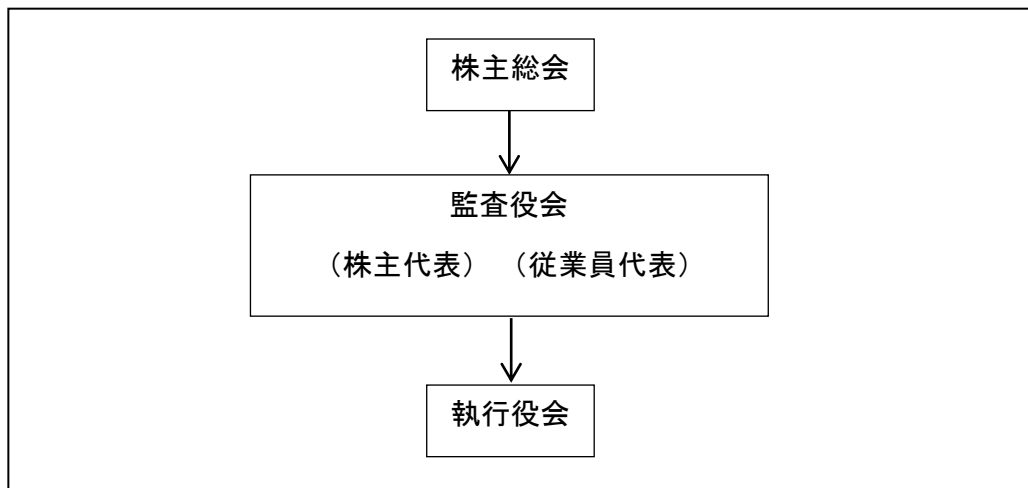
各国のROEの推移(1994年～2012年)



(出所) Bloomberg データよりみずほ証券作成

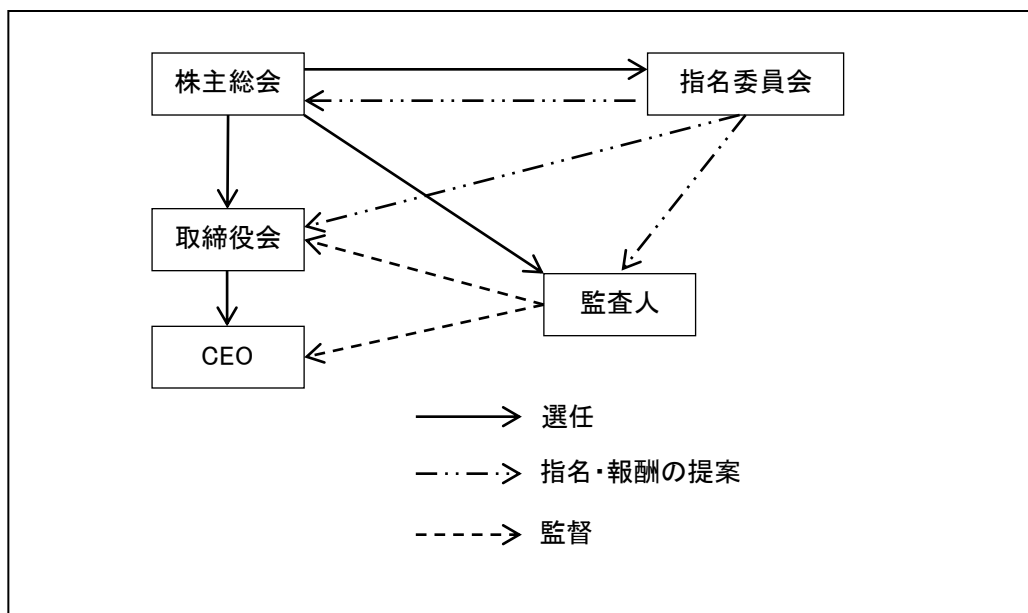
(注) ドイツ：CDAX、スウェーデン：OMXストックホルム30指数、英国：FTSEオールシェア、日本：TOPIX

ドイツ、スウェーデンのコーポレート・ガバナンス



■ ドイツ

- 株主総会の下に、監査役会・執行役員が存在する二層構造
 - 共同決定法により、監査役会の人数と株主代表と労働者代表が半数ずつ選任されることが定められている
- ⇔ 監査役会に真の株主代表が就任しているか？との疑問（債権者の力が強い）
- ⇒ 2002年KODEXが策定により改善



■ スウェーデン

- 指名委員会制度が大きな役割
 - 株主総会で委員が選任（株主代表）
 - 取締役候補の指名、報酬に関する権限
 - 長期的利益の観点から株主の役割に期待
 - 歴史的に経営への関与が強い創業家等の株主を想定した制度設計
- ⇒ 「取締役候補は取締役自身が指名するべきではない」との考え方
- ⇔ 株主分散が進む中、汎用的制度となり得るか？

本資料はみずほ証券が、金融・資本市場関係者への情報提供のみを目的として作成したものであり、投資家への特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は投資家に対し、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見であり、みずほ証券の意見ではありません。

みずほ証券は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

みずほ証券はいかなる場合においても、本資料を受領した市場関係者(以下、受領者)ならびに直接間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、受領者のみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。

本資料の配布は、みずほ証券がこれを行います。また、本資料の著作権はみずほ証券に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする書面等でご確認ください。

MIZUHO みずほ証券

商号等 : みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号
加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004東京都千代田区大手町1丁目5番1号大手町ファーストスクエア