

## ガバナンス研究部会（第218回）議事録

日時：平成28年2月12日（金）15:00～17:00

場所：学士会館309号会議室

出席者：今井(文責)、大関、岡本、荻野、河口、勝田、嶋多、中嶋、永井、林、日向、山本、山脇、

### 【新入部会員の件】

荻野博司氏（東洋学園大学教授）の入会が、今井部会長から提案され、全員異議なく承認した。

### 【報告事項】

今井部会長より、本学会第149回理事会について概要報告があった。

### 【定例研究発表】

#### 1. 「真のROE 経営とは」（中嶋康雄部会員）

##### <概要説明>

- ROE（当期利益÷株主資本）の最大化を目指す米国流の経営の問題点は、①ROEが高くなるほど、新規投資で現状のROEを維持するのは難しくなるため、企業は投資よりも自社株買い・増配・ストックオプション等を優先する。②短絡的利益追求は事業売却・人員削減・賃下げ等をもたらし、経済全体で考えれば、ROE最大化経営はマクロ最適とはいえない。③中長期の設備投資・研究投資・教育投資及び雇用の拡大等を犠牲にする傾向がある。これらのことは米国の歴史上、ITバブル、GE、コダック等の事例研究で実証され、結果として不公平な格差社会を招来させている。
- 一方、日本企業のこれまでの経営姿勢は総じて株主にあまり目が向かず、内部留保は手厚く、リスク回避志向が強く、欧米に比して資本生産性・収益性が低かった。そこにアベノミクスの成長戦略の一環として、伊藤レポートがROE8%以上を提唱した。とはいえ、米国がたどった道を日本が追随するのではなく、企業は社会の公器たることを企業理念として掲げ、社会との調和・共生を図り、株主をはじめ多様なステークホルダーとの協働を念頭に、中長期の企業価値の向上のみならず、雇用や税金、取引先の利益などを堅持する日本型経営を目指すべきである。そのほうが、国内総生産（GDP）への貢献度は大きいのではないか。
- ROE経営の利点は、会社総資産の収益性尺度であるROA（総資産利益率）を高めながら、コストの安い負債を利用し、適切に財務レバレッジ（借入）を効かして株主価値を高める点にあると言われる。つまり、ROEは、売上高利益率×総資産回転率×財務レバレッジ（総資産/自己資本）で表される。財務レバレッジによる負債利子の節税効果は付加価値を生むが、負債が増大すると破綻懸念コストが生ずることに留意が必要である。

<討議・意見>

- 米国のROE 経営について、製造業で失敗事例が引用されているが、航空業やサービス業・ITソフト業等では成功事例があるのではないか。
- ROE の分子である当期利益という数字を追いかける当期利益至上主義は問題がある。その典型が東芝である。コーポレート・ファイナンス理論で使用するDCF(Discount Cash Flow)に基づく、中長期的企業価値最大化を目指すべきである。但し、その時使用する将来予測の前提・中身をよく吟味する必要がある。
- 我が国の家電業界（ソニー、パナ、シャープ等）の歴史を見ると、財務レバレッジを利かせ過ぎた面もあるが、それよりも将来を見据えた経営者判断そのものが大きく間違っていたのではないか。
- 資本生産性向上のためには、イノベーションは不可避である。

2. 「金融庁が求めるコンプライアンス体制構築に対する実務的考察」（岡本展幸部会員）

<概要説明>

- コンプライアンス（以下CP）を社内に周知徹底させ、企業文化として醸成させるためには、CP部門等を設置しただけの「体制」では不十分である。「CP態勢（経営者の姿勢・対応、即ち魂）」というまさに「CP精神」を持って経営トップが自ら率先垂範してCP経営にあたる必要がある。そのための指針となるのは、金融庁のベターレギュレーション（金融規制の質的向上による国際競争力の強化、具体的には「ベターレギュレーションの4本柱」、「5つの取り組み」等参照）の1つの柱としている「プリンシプル・ベース」（原則主義、具体的には「金融庁のプリンシプル」、「金融庁が公表した各プリンシプルに対する具体的イメージ」等参照）の考え方である。
- CP遵守を企業文化として社内に定着させるためには、CPを効率的・効果的に実践できるように金商業者の組織体制を整備する必要がある。そのためには、① 組織体制（CP部門、CP管理委員会等）の確立 ② マニュアルの整備 ③ 研修等プログラムの実施 ④ 環境整備 ⑤ 機能発揮状況のフォローアップ が重要である。更に、CPオフィサーの常勤、CP部門の独立性確保等が必要である。また、CPの最終責任者は経営トップであることを忘れてはならない。
- 日本の金商業者がCP 経営を行うには、市場競争原理や自己責任原則に基づいた「アングロサクソン型経営」を踏まえた上で、協調主義や雇用を大事にする日本型経営（自己規律型CP 経営）を行っていく必要がある。それを継続・維持していくことが金融庁の求める「CP 態勢の構築」へとつながることになる。このことは、プリンシプルの条文の精神・理念まで理解する必要があるため、経営者の力量が問われることになる。

<討議・意見>

- 「金商業者」とは証券会社、FX 業者、ファンドの販売会社、投資顧問会社、投資信託委託会社等であり、通常、銀行や保険会社は入らない。
- 大崎（2008）発言「日本のプリンシプルは、金融機関にとってのベスト・プラク

ティスの拠り所であるとともに金融庁のルール解釈の基礎となるものとされるが、法律上の根拠や法的拘束力を有するものではない。」とあるが、そうはいつでも内部管理体制が不十分な場合には51条等による行政処分があることに留意が必要である。

- 我が国では、米国と異なり何かあった場合に金融庁と争う風土がない。本庁まで上がった後ではどうしようもない。しかし、プリンシプル・ベースであるので、規制手法はコンプライ・オア・エクスプレインである。金融庁と渡り合えるディベート力の涵養が重要である。
- 「法の潜脱行為（法律違反ではないように見える方法で法の網をくぐる行為）」は可能かもしれないが、本学会としては薦められない。
- 金融商品取引業者等検査マニュアルのようにルールベースにより決めてもらった方が現場はやりやすいのではないか。

以上

【次回開催日】 3月11日（金）午後3時 学士会館310号会議室