

研究ノート

コーポレート・ガバナンス序説

富 裕

目次

はじめに

- 一 コーポレート・ガバナンス
- 二 コーポレート・ガバナンスの機能
- 三 日本企業におけるコーポレート・ガバナンスの実態
- 四 コーポレートガバナンス・コード
おわりに

はじめに

コーポレートガバナンス・コードは2015年6月1日から上場会社に適用されている。取締役会のあり方や役員報酬の決め方など、企業が守るべき行動を規定する。行動を実施しない企業はその理由を投資家に説明する必要がある。株主との対話など5つの基本原則で構成され、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指す。

本研究の目的は、コーポレートガバナンス・コードの研究を通して、日本のコーポレート・ガバナンスについて現在および今後の方向性を提示する。

一 コーポレート・ガバナンス

1 コーポレート・ガバナンスの意義

1990年代以後の不況の中で、「コーポレート・ガバナンス」論として、上場会社の経営者のあり方をめぐる議論が活発化し、効率的な経営の確保

および経営上の違法行為の抑止のための法改正・制度運用の改善が、さかんに議論されるに至った。そして、社外取締役が経営者を監督する形の指名委員会等設置会社または監査等委員会設置会社の形態を法制上導入し、従来型の組織との制度間競争を促す等の改革も始まっている⁽¹⁾。

コーポレート・ガバナンスとは、企業経営を監視するどのような形仕組みを設けるかという問題であるが、不正行為の防止の観点だけでなく、近年は企業の収益性・競争力の向上の観点からも、コーポレート・ガバナンスのあり方について世界的な規模でさまざまに議論されている⁽²⁾。

コーポレート・ガバナンスは、企業行動を律する枠組みと言われている。つまり、会社の行動は、基本的に経営者が株主から委任され、経営者の方針に従って従業員が動くことによって企業行動が決まるわけであるが、企業行動を決める根本にある経営者の行動を律するのがコーポレート・ガバナンスである⁽³⁾。

このように、コーポレート・ガバナンスについては、いくつかの考えがあるが、ここでは、「企業の不正行為の防止と競争力・収益力の向上を総合的にとらえ、長期的な企業価値の増大に向けた企業経営の仕組みここでは、相互に影響を及ぼしあう要素である会社機関から構成される会社全体の仕組みをシステムと捉える」と考える（図1参照）。

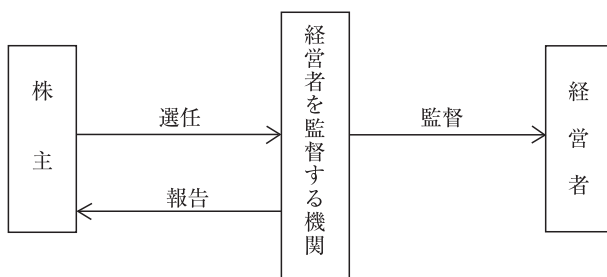


図1 システムとしてのコーポレート・ガバナンス

経営者を監督する機関としては、以下の2つを構成している。

(1) 取締役会

取締役会は、内部統制の整備及び運用に係る基本の方針を決定する。

また取締役会は、経営者の業務執行を監督する機関であることから、経営者による内部統制の整備及び運用に対しても監督責任がある。

(2) 監査役会、監査委員会、監査等委員会

監査役又は監査委員会は、取締役及び執行役の業務の執行に対する監査の一環として、独立した立場から、内部統制の整備及び運用を監視、検証する役割と責任を有している。

会社法では、公開会社である大会社に許されている機関設計としての選択肢は3つのみである。一つは従来の株式会社で一般的にとられていた「監査役会設置会社」で、もう一つは、2002年改正により当時委員会等設置会社という名称で導入され、会社法で名称が委員会設置会社と改められたが、2014年改正で名称が「指名委員会等設置会社」と改められたものである。また、2014年改正では、新しく「監査等委員会設置会社」が導入された。

監査役会設置会社の監査役会は、すべての監査役で組織し、次の業務を行うことになる。

- ① 監査報告の作成、
- ② 常勤の監査役の選定及び解職、
- ③ 監査の方針、監査役会設置会社の業務及び財産の状況の調査の方法その他の監査役の職務の執行に関する事項の決定。

取締役会と会計監査人を置く会社は、定款に定めることにより指名委員会等設置会社となることを選択することができる。

具体的には、

- ① 取締役会の役割は、「基本事項の決定と委員会メンバー及び執行役の選定・選任」等の監督機能が中心となり、指名委員会・監査委員会・報酬委員会の3つの委員会が監査・監督の役割を果たす、
- ② 監督と執行が制度的に分離され、「業務執行は執行役が担当し、会社を代表する者も代表執行」となるほか、業務の意思決定も大幅に

執行役に委ねられる。

監査等委員会設置会社になることにより、監査役会設置会社における監査役会の役割のすべてと取締役会の役割の一部を監査等委員会に一元化することができる。

他方、一定の条件の下では（会社法 399 条 13 の 5 項）、業務の決定権限を取締役会から取締役に大幅に委譲することが認められ、執行と監督を分離することにより、いわゆる「モニタリング・モデル」を実現することができる⁽⁴⁾。

2 コーポレート・ガバナンスの歴史

企業について「ガバメント」又は「ガバナンス」という言葉が用いられるようになったのは、1960 年代のアメリカであった。ベトナム反戦運動の中でのナパーム弾製造に対する批判、公民権運動の中での黒人雇用差別に対する批判、消費者主権運動の中で GM の独占や自動車設計ミスに対する批判、また各地での公害問題に対する批判が巻き起こり、政府の介入によって企業の非倫理的行動や非人道的行動を抑止すべきであるという観点からこれらの用語が用いられたと考えられている。

1970 年代には、オイル・ショックとそれに続く不況の中、リチャード・ニクソン大統領再選委員会への違法献金、ロッキード事件など、企業の贈賄・不正献金事件が相次いで発覚した。このような社会倫理問題としてのガバナンス問題と同時に、ペン・セントラル鉄道の倒産や、ロッキード・エアクラフト社の経営危機に際して、粉飾決算やインサイダー取引が行われていたことが発覚し、投資家の観点から見たガバナンス問題も問われ始めるようになった。

1980 年代には、アメリカで大規模な企業買収が進み、企業の経営者は証券市場で敵対的買収の危機にさらされるようになった。一方で、敵対的買収を防ぐために、多くの企業でポイズン・ピルなどの買収防衛策がとられるようになったが、これは経営者が自己の利益のために地位にしがみつくことを許すもので、株主の利益を損なう可能性があるもので

あった。

そうした中、1980年代から1990年代にかけて、年金基金などの機関投資家がコーポレート・ガバナンスの上で大きな役割を果たすようになった。1974年の従業員退職所得保障法によって、年金運用者の受託責任が定められた。また、1988年に米国労働省が出したエイボン・レター⁽⁵⁾によって、資産運用を受託した機関投資家は委託者に代わって運用対象となっている会社の議決権を行使するよう勧告された。これらによって、年金基金などの機関投資家は、株式運用に当たって株主価値の増大を強く意識するようになり、企業に対して利益向上への強い要求をするようになった。このような市場からの圧力を受けて、アメリカの企業ではリストラ（企業の再構築）が進み、また、1990年以降、多くの企業でポイズン・ピルを撤廃する株主総会決議が行われた。さらに、1990年代初頭には、GM、IBM、アメリカン・エクスプレスなどの大企業で、投資家の後押しを受けた社外取締役によってCEOが交代させられるという事件も起こった。こうして、1990年代のアメリカでは、機関投資家と社外取締役の活動を通じてコーポレート・ガバナンス体制⁽⁶⁾が整備された。

現在、企業のコーポレート・ガバナンスに積極的に注文を付け、指導的な地位を有している機関投資家が、カルパース（カリフォルニア州公務員退職年金基金）である。カルパースは、長期安定投資家として投資先企業を育てていくとの基本方針の下、業績に問題のある企業のインベスター・リレーションズ（IR）部門と接触して問題点を洗い出し、経営刷新が行われていないと見られる企業名を公表するなど、コーポレート・ガバナンス⁽⁷⁾の改善を推進している。

3 国際的な広がり

1990年代以降、アメリカだけでなく、イギリス、ドイツ、フランスなどヨーロッパ諸国、また日本などでもコーポレート・ガバナンスの問題が注目されるようになった。

そのような中、経済協力開発機構（OECD）は、1996年の閣僚理事会

での要請により、コーポレート・ガバナンスに関する経済諮問グループを設置し、国際的コーポレート・ガバナンス問題に取り組むことになった。米欧日の6名のメンバーで構成された経済諮問グループは、経営実務家による討論集会などを経て、OECD に対し「コーポレート・ガバナンス：グローバル市場における競争力向上と資本参入」と題した報告書を提出した。これを踏まえ、OECD は、1998 年 4 月、特別プロジェクト・チームを設置して「コーポレート・ガバナンス原則」の作成に当たらせ、1999 年 5 月閣僚理事会でこれを承認した。同原則は、政府間組織の主導によって初めて作成されたコーポレート・ガバナンスに関する原則であり、拘束力はないが、各国政府や民間部門が基準（ベンチマーク）として利用できることを期待したものである。そこでは、望ましいコーポレート・ガバナンスのモデルは唯一ではないが、望ましいコーポレート・ガバナンスに共通するのは株主の利益を最優先していることであるとした上で、(1)株主の権利の保護、(2)すべての株主の公正な取扱い、(3)利害関係者の権利の認識と、コーポレート・ガバナンスへの参加、(4)情報開示と透明性の確保、(5)取締役会の責任という五つの原則、そしてそれを具体化する勧告を示している。2004 年には、社会状況の変化を受けて内容を強化した「コーポレート・ガバナンス原則改訂版」が発表された。

世界銀行と OECD は、1999 年 6 月 21 日、「グローバル・コーポレート・ガバナンス・フォーラムの設立に関する申し合わせの覚書」を交わし、OECD 原則を出発点として、OECD 加盟国・非加盟国の政府によるコーポレート・ガバナンスの改革のために対話と協力を拡大することを確認した。

機関投資家も、国境を越えた投資の増加により、コーポレート・ガバナンス強化に向けて国際的に連携するようになった。1995 年には、アメリカをはじめとする各国の機関投資家によってインターナショナル・コーポレート・ガバナンス・ネットワーク (ICGN) が組織された⁽⁸⁾。そして、1999 年 7 月、OECD 原則を世界中の企業や投資家によって受け入れられる最低基準であり、共通基盤であるとしながら、更にこれを拡充したグ

ローバル・コーポレート・ガバナンス原則を採択した。2001年7月には同ネットワークの大会が東京で行われ、日本におけるコーポレート・ガバナンスの動きにも影響を与えた。

もっとも、実際のコーポレート・ガバナンスのあり方は、各国の会社法制、会社の資本構成、長年の慣行などにより異なる。日本では、高度成長期に、日本的経営と呼ばれる独特の企業慣行が形成されており、そこではメインバンクによる日本型コーポレート・ガバナンスが行われていたと説明されるが、メインバンクによる企業監視力が落ちたことにより機能不全に陥っているとも指摘されており、日本の多くの会社はコーポレート・ガバナンスの変革への要望にさらされている⁽⁹⁾。

2008年以降、OECDはコーポレート・ガバナンスの観点から金融危機の要因分析を行い、コーポレート・ガバナンスと金融危機に係る報告書を累次とりまとめた。この報告書は、金融機関において、①短期的な業績に連動した役員報酬体系が歪んだインセンティブ構造を生み出し、過度のリスクテイクを助長したこと、②リスク管理体制が部門ごとに分断されており、経営陣が全社的なリスク管理を怠ってきたこと、③取締役会はOECD原則に沿った規範的アプローチに則って能動的に機能を発揮するのではなく、景気上昇時はモニタリング機能を弱めるなど、受動的で景気に連動した対応を行っていたことなどが指摘された。この報告書の成果は、OECDが策定に参加したバーゼル銀行監督委員会「コーポレート・ガバナンスを強化するための諸原則」（2010年）、金融安定理事会「リスク・ガバナンスに関するピア・レビュー報告書」等に反映されている。

他方、OECD原則そのものについては、金融危機後に明らかになった前記の問題に対処するための方策は、2004年改訂版にすでに盛り込まれているとの考え方にに基づき、ただちにこれを改訂するのではなく、同原則に沿って主要なテーマごとに各国の制度・運用状況に関するレビューを実施し、その結果を踏まえて改訂の要否を検討することとされた⁽¹⁰⁾。

註

- (1) 江頭憲治郎『株式会社法』第5版（有斐閣、2014年）49頁。
- (2) 神田秀樹『会社法』第16版（弘文堂、2014年）174頁。
- (3) 神田秀樹・小野傑・石田晋也編『コーポレート・ガバナンスの展望』（中央経済社、2011年）8頁。
- (4) 神田秀樹『会社法』第16版（弘文堂、2014年）238頁、242頁、245頁。
- (5) エイボン・レターとは、米国で年金基金による積極的な議決権行使が行われるようになったきっかけとなったのは、1988年に労働省がエイボン社の企業年金からの質問に対して発出した回答書「エイボン・レター」である。
- (6) 菊澤研宗『比較コーポレート・ガバナンス論：組織の経済学アプローチ』（有斐閣、2004年）12頁～20頁。
- (7) 田村達也『コーポレート・ガバナンス：日本会社再生への道』（中央公論新社、2002年）28頁～36頁。
- (8) 田村達也『コーポレート・ガバナンス：日本会社再生への道』（中央公論新社、2002年）46頁。
- (9) 平田光弘『OECDのコーポレート・ガバナンス原則』（東洋大学経営研究所、2001年）278頁、285頁～291頁。
- (10) 野崎彰「OECDコーポレート・ガバナンス原則改訂の動向」（商事法務No.2073、2015年）5頁、6頁。

二 コーポレート・ガバナンスの機能

1 コーポレート・ガバナンスが果たす基本的な機能は、以下の3点である。

(1) 利害関係の調整

これは、さまざまな利害者集団（株主、経営者、債権者等）の利害を調整して、会社の目的を決定する機能である。

会社は、売上と原材料の差額である付加価値を生産する組織体でもある。この分配は、基本的には市場での市場競争という手段を用いてなされる。しかし、市場原理によってすべての分配を行うことはできない。さらに、市場原理による利害調整では、損失を被る利害関係者が出てくる。

市場原理による利害調整の基本的な方法は退出である。これは、不満であれば他の会社と取引する、という原則である。しかし、退出する会社が他の会社と取引しようとすれば大きな損失を被る人（他の企業との取引を

促した企業の株主)が出てくる。つまり、こうした人の利益は、市場における競争だけでは守られないことになる。そのため、こうした人には発言の機会を与える必要がある。最も大きな発言力は取締役会における外部取締役を通した取締役との交渉し、あるいは牽制するという形で、与えられることもある。

さらに、市場原理による利害調整では問題を認識するのに時間がかかるという問題もある。すなわち、不満を持つ人が退出(株式の売却)によってそれを解消したとしても、退出という手段しか存在しなければその背景に何があるのかをつかむのに時間かかる。そこで、発言という手段を用意すれば、経営者はどこに問題があるのかを迅速に知ることができ、すぐに対策を取ることができる。

以上のように、市場を通してうまく調整することができない利害を調整し、そのための情報を交流させることが、コーポレート・ガバナンスの第1の機能である。

(2) 適切な取締役の選択

会社は、自らを取り巻く環境が常に変化する中で経営戦略を策定し、実行することで付加価値を生み出す組織体である。経営戦略の策定と実行は取締役会(経営者)に委ねられている。そのため、企業の目的と企業を取り巻く環境を踏まえ、適切な判断を行う能力と意欲を持つ適任の経営者は誰かを選択するという機能や、適切ではない経営者を解任すべきかどうかを判断する機能が、コーポレート・ガバナンスの第2の機能である。

取締役が適任か否かは、その取締役がその業務を執行することではじめて分かることが多い。取締役が下す判断のほとんどは未来志向的なものであるため、その取締役の判断が適切だったか否かを判断するのは簡単ではない。しかし、取締役が下した判断による結果をもとに、取締役の適格性を判断しなければならない、コーポレート・ガバナンスがこの機能を担っているのである。

(3) 取締役の誘導と牽制

取締役の適格性を判断するシステムは、取締役に対して適切な経営を実行させる圧力となる。そして、取締役の選任と罷免は、取締役に対する強力な圧力となる。しかし、これだけでは取締役の意欲を十分に引き出せない。そこで、取締役の経営成績を開示する制度、経営を監査する制度、取締役の成績を評価し報酬を決定する制度、必要場合は取締役に異議を申し立てる制度などにより、取締役が適切な経営を行なうように誘導し、必要に応じて牽制（圧力）を加えることが、コーポレート・ガバナンスの第3の機能となる。⁽¹¹⁾

2 コーポレート・ガバナンスの目的

コーポレート・ガバナンスの第一の目的として、不正防止が第一である。21世紀に入って、米国においてエンロンやワールドコム、日本において西武鉄道⁽¹²⁾やカネボウ⁽¹³⁾、ライブドア⁽¹⁴⁾、IHI⁽¹⁵⁾、オリンパス⁽¹⁶⁾や東芝⁽¹⁷⁾といった大企業の不祥事⁽¹⁸⁾、特に不正会計事件が大きな問題となり、内部統制（362条4号6項）の重要性が注目された。

しかし、コーポレート・ガバナンスの目的は不正防止に限ったものではない。コーポレート・ガバナンスの向上を通じて企業の収益力や競争力をいかに高めるか、企業価値をいかに向上させるかが議論になった。収益力・競争力向上のためにどんなガバナンス体制を整えればいいのか、企業経営の仕組みとしての取締役会にどのような役割を求めるべきか、といったことである。

日本企業のガバナンス機構に関して、海外投資家を中心に指摘されている主な事項は、①社外取締役の数が少なく、かつ独立性が低いこと、②従来型の監査役制度が有効に機能しておらず、指名委員会等設置会社と監査等委員会設置会社への移行も少ないこと、③社長と取締役会議長の兼務が大半のことが指摘されている。⁽¹⁹⁾

註

- (11) 仲本大輔「コーポレート・ガバナンスの制度と企業経営」(大分大学経済論集、2009年) 62頁、63頁。
- (12) 「東証、西武株の上場廃止審査、監理ポストに」(日本経済新聞、2004年10月14日朝刊) 1頁。
「堤被告有罪、東京地裁判決——「上場維持を最優先」、株売却で主導的役割」(日本経済新聞、2005年10月28日朝刊) 43頁。
東地判(第一審)平成19年8月28日判タ1278号221頁、金判1280号10頁。
- (13) 「カネボウ、旧経営陣告発へ、裏金数億円ねん出、調査委報告、粉飾100-300億円」(日本経済新聞朝刊、2004年10月29日) 11頁。
「カネボウ上場廃止基準、金融庁、東証に報告求める——「規制・監督」分離も」(日本経済新聞朝刊、2005年05月14日) 7頁。
最判(第二小法廷)平成22年10月22日金判1353号19頁、判時2098号154頁。
- (14) 「ライブドア、粉飾決算——ライブドア株、一時売買停止」(日本経済新聞夕刊、2006年01月18日) 1頁。
「ライブドア株、94円で幕——上場期間わずか6年」(日本経済新聞朝刊、2006年04月14日) 3頁。
最判(第三小法廷)平成24年3月13日 金判1390号16頁、判時2146号33頁。
- (15) 「IHI、営業赤字87億円——「プラント事業部に問題」、リスク、本社に伝わらず」(日本経済新聞朝刊、2007年12月13日) 9頁。
「東証、「監理」から「特設注意銘柄」に、IHI株を変更」(日経産業新聞、2008年2月9日) 15頁。
- (16) 「金融庁・東証、調査へ、オリンパス損失隠し、監査法人など」(日本経済新聞朝刊、2011年11月10日) 1頁。
「オリンパス3社長認識、損失隠し穴埋め1348億円——旧経営陣への賠償請求検討」(日本経済新聞朝刊、2011年12月7日) 1頁。
東地判(第一審)平成27年3月19日商事法務379号213頁。
- (17) 「東芝、不適切会計で500億円減額も、営業利益3年間で」(日本経済新聞朝刊、2015年05月14日) 1頁。
「東芝・室町社長、官邸を訪れ陳謝、不適切会計問題で」(日本経済新聞夕刊、2015年8月5日) 3頁。
「監視委と地検、会計不祥事、東芝歴代3社長の刑事告発協議へ」(日本経済新聞朝刊、2015年12月9日) 1頁。

(18)		内 容	処分など
	2004 年	西武鉄道 株式保有状況を偽って記載	上場廃止。証券取引法違反容疑 で元会長が逮捕
	2004 年	カネボウ 債務超過を資産超過と偽り公表	上場廃止。旧経営陣らを刑事告 発
	2006 年	ライブドア 約 53 億円を売上高に不正計上	上場廃止。社長らが逮捕され実 刑
	2007 年	IHI 工事費用を過少計上、赤字を 黒字と公表	課徴金 15 億 9457 万円。特設注意 市場銘柄に指定 (08 年 2 月～09 年 5 月)
	2011 年	オリンパス 約 1000 億円の財テク損失を簿 外で処理	旧経営陣ら逮捕。罰金 7 億円と 課徴金 1986 万円。特設注意市場 銘柄に指定 (12 年 1 月～13 年 6 月)
	2015 年	東芝 約 2248 億円の利益の水増し	旧経営陣らに損害賠償訴訟を起 こした

「ルールに反した会計処理」(日本経済新聞社朝刊、2015 年 7 月 21 日) 3 頁。

- (19) 神田秀樹・小野傑・石田晋也編『コーポレート・ガバナンスの展望』(中央経済社、2011 年) 200 頁、201 頁。

三 日本企業におけるコーポレート・ガバナンスの実態

コーポレート・ガバナンス報告書では、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方として、会社の取組みに関する基本的な方針、コーポレート・ガバナンスの目的などについて具体的に記述することを求めている。

報告書の内容を見ると、まず、コーポレート・ガバナンスについての会社の取組みに関する基本的な方針やコーポレート・ガバナンスの目的として、「企業価値」に言及する会社が 52.8% と全体の過半数を占めている。企業不祥事を契機としてそのあり方が議論されることの多いコーポレート・ガバナンスであるが、企業価値の向上こそがコーポレート・ガバナンスの本来の目的であるという認識が広がっていることがうかがえる。具体的な記載内容を見ても、「コーポレート・ガバナンスの基本原則は、経営の効率性・透明性を高め、企業価値を最大化すること」、「企業価値の向上

のため、また株主に対する経営の透明性を高めるため、コーポレート・ガバナンスを経営上の極めて重要な課題と位置づける」、「企業活動を通じて継続的に収益を上げ、企業価値を高めていくためには、その活動を律する枠組みであるコーポレート・ガバナンス体制の整備は不可欠であると考え」など、コーポレート・ガバナンスの目的が企業価値の向上にあるとして説明するものが多い。

経営監視機能については、「監視」又は「監督」に言及している会社は36.1%である。内訳を見ると、監査役設置会社では35.3%であるが、委員会設置会社（2015年5月1日施行の改正会社法により、従来の「委員会設置会社」は、「指名委員会等設置会社」に変更されたが、「2015年東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」では、「委員会設置会社」の呼称を用いる）では82.5%と高い水準にあり、取締役会における経営監視機能を重視する傾向が明らかになっている。「執行」に言及している会社は全体では34.4%、監査役設置会社では33.6%、委員会設置会社では80.7%であった。

2009年の東証の独立役員制度⁽²⁰⁾の実施により、「独立性」という概念が新たに導入されたが、「独立性」に言及している会社は10.8%である。経営監視に関する具体的記載としては、「経営監視機能を強化し、経営執行の適切性の維持を図ること」、「経営陣が高い企業倫理を保持しつつ経営の健全性と透明性を確保し、監査役を中心とした経営監視機構を十分に機能させ、企業価値を高めていくことがコーポレート・ガバナンスの基本と位置づけるといった説明が多い⁽²¹⁾。

日本のコーポレート・ガバナンス議論のきっかけが企業の不祥事防止という側面を有していたこともあり、企業経営の健全性の観点から「法令遵守」に関して言及する会社の比率が40.5%となった。法令や社会規範を守って事業活動を行うことは、国民全体・社会全体の企業に対する最低限の要請であり、企業の社会的責任への配慮とともに、企業もこれを強く意識した結果といえる。その関連で「内部統制」を見ると、17.7%の会社が言及している。会社法や金融商品取引法によってその重要性が増しつつあ

る割にはそれほど高いとは言えない。⁽²²⁾

社外取締役を選任している会社は、東証上場会社のうち 64.4% で、全体の 3 分の 2 に迫る水準となった。監査役設置会社に限っても 63.8% である。2006 年の調査開始時は監査役設置会社においては 40.8% であったことから比較すると、社外取締役を選任する動きは一段と加速したといえよう。委員会設置会社については会社法上、各委員会において、委員の過半数が社外取締役であることが義務付けられているが、監査役設置会社においても、社外取締役や独立社外取締役を選任する動きが急速に高まっている。

1 社当たりの社外取締役平均人数は、東証上場会社においては 1.10 名であった。監査役設置会社における社外取締役の平均人数は 1.04 名であり、初めて 1 名を超えた。委員会設置会社では 4.70 名である。なお、社外取締役を選任している会社だけで見れば 1.71 名である。⁽²³⁾

報告書では、社外取締役のうち独立役員に指定されている人数について記載を求めている。社外取締役を選任している東証上場会社 2200 社において選任された社外取締役、総計 3761 名のうち、独立役員として届け出られた取締役数は 2303 名であった。

報告書では、各社外取締役の属性について「他の会社の出身者」「弁護士」「公認会計士」「税理士」「学者」「その他」より選択することとなっている。

この点について、東証上場会社全社では「他の会社の出身者」が 73.9% と多数を占める。また、監査役設置会社では「他の会社の出身者」の比率が 74.4% と高いが、委員会設置会社については 67.2% と低く、その分、公認会計士や学者の占める比率が高い。⁽²⁴⁾

「現状のコーポレート・ガバナンス体制の概要」においては、業務執行、監査・監督の方法など、取締役会をはじめとするガバナンス機構に関する現状の体制について、その概要を具体的に記載することを記載要領において求めており、業務執行、監督機能等を強化するプロセスを導入している場合には、その内容について説明することを要請しているが、監査役設置

会社については、迅速な意思決定を行うための取締役会以外の体制として、経営会議をはじめとする重要な意思決定機関に関する記述が目立った。日本企業の特徴ともいえる経営会議・常務会に言及している会社の比率は、各々 46.6% 及び 8.4% であった。こうした会議体は、規模の大きい会社ほど設置される傾向が強く、かつ取締役会に付議する前段階の位置付けで業務執行をスムーズに行う観点から導入されていることが多いようである。

また、企業規模の拡大に伴い、経営の意思決定の迅速化や業務執行の効率化や、責任の明確化を図る観点から執行役員制度の導入について記述している会社は 48.4% であった。監督と執行の分離の明確化についての動きが確認できる。規模の大きい会社ほど執行役員に言及する傾向が顕著である点や、取締役の人数を減らして取締役会自体をスリム化し、取締役会が担う経営の意思決定機能と業務執行機能の明確な分離に言及する会社が多く見られる点も、前回調査時と変わらない。

第三者による諮問委員会等に言及する会社は 10.4% であった。外部の有識者や経営の専門家を迎え、広く経営全般に対するアドバイスや評価を得ることを目的とした機関の設置は、前回調査時と同じく一定程度見られるが、これも規模の大きい会社ほど増える傾向にある⁽²⁵⁾。

監査役設置会社が、自主的に委員会を設置し、委員会設置会社とほぼ同様の組織を設置している例も報告されている。監査役設置会社における監査委員会の設置およびその役割に関する説明については 28 社が、報酬委員会については 130 社が、さらに指名・人事委員会については 53 社が記述している。また、その他「委員会」の名称を持つ様々な検討機関の設置については、951 社に記述が見られたが、多くは内部統制にかかわる専門事項などを取締役会へ進言する組織として位置付けられている。

監査役監査あるいは監査委員による監査に関し、「監査体制」については 436 社、「監査方針」については 574 社、そして「監査基準」については、226 社において記述が見られた。監査体制に関して制定された監査基準に基づいて監査方針および監査計画を策定して、取締役の職務執行を監査しているとする記述が多くあった。その他に、監査役・監査役会に關す

る記載としては、監査役会の開催状況や決定事項のほか、各監査役の活動状況として、重要会議への出席、書類の閲覧、子会社への調査等について触れるものが見られた。内部監査に関しては、人員配置状況、活動状況のほか、監査結果の報告系統や是正勧告の権限等について述べられている。会計監査に関する事項は定型的なものが多く、監査法人および担当公認会計士の名称を記載し、特別な関係が存在しないことを付記するにとどめるものが多かったが、一部の会社においては、会社と会計監査人の連携状況についても触れられている。

取締役・監査役の候補者選定に関する記述は、331 社においてなされていたが、公認会計士に関する記述は 1936 社においてなされた。記述内容の大半は、監査法人名、公認会計士の氏名及び継続監査年数⁽²⁶⁾であった。

人口減少と少子高齢化の進展により社会を支える生産年齢人口が減少していく中、政府においては日本経済を活性化させる原動力として、女性の活躍の促進に取り組んでいる。内閣府ではこの取組みの一環として、2012 年 12 月に「女性の活躍状況の資本市場における「見える化」に関する検討会」報告を取りまとめた。同報告は女性の活躍に関する情報を、財務情報に現れない「見えない価値」の一つであるにとらえ、企業の存続可能性や中長期的な成長性が資本市場において適切に判断され、投資家からの資金調達等においてメリットが得られるようにするためには、女性の活躍状況を「見える化」していくことが重要である。また、「日本再興戦略」（2013 年 6 月 14 日閣議決定）においても、女性の活躍推進は成長戦略の中核として位置付けられ、「女性の活躍を促進する企業の取組を後押しし、企業の職場環境を整備するため、管理職・役員への登用拡大に向けた働きかけや情報開示の促進等を行う」とされている。

この動きから、内閣府は企業の積極的な姿勢を開示する一環として女性の活躍に関する情報をコーポレート・ガバナンス報告書に自主的に含めるよう求めた。同報告を受け東証では、女性の活躍状況の開示に係る「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領の改訂（2013 年 4 月 18 日付）を行い、該当する場合にはその旨を報告書の「ステークホルダーの

立場の尊重に係る取組み状況」の「その他」に掲載することとした。記載内容は各社の自主性に任せることとしたため、本項目における分析は、テキストに含まれるキーワードをともにその頻度を確認することとした。⁽²⁷⁾

ガバナンスに関する議論は、コンプライアンス（法令遵守）、つまりいかに経営者の不適法行為をチェック、防止するかという議論に収斂されることが多い。しかし、ガバナンスの本質は経営システムそのものであり、その中心は企業の経営者（取締役、執行役）の任免の問題にある。

表1 経営者のうち内部昇格と外部招聘の割合²⁸

	外部招聘	内部昇格
日本	3%	97%
アメリカ	23%	77%
西欧	25%	75%
中国	16%	84%

表2 経営者の国籍²⁹

	本社所在地と同じ国	本社所在地と異なる国/地域
日本	2%	98%
アメリカ	16%	84%
西欧	33%	67%
中国	1%	99%

表1、表2を見ると、ほとんど（97%）の日本企業が、同じ会社内部から代表取締役、代表執行役を選んでいることが分かる。また、ほとんど（98%）の日本企業が、同国内から代表取締役、代表執行役を選んでいる。⁽²⁸⁾

表1は会社の代表する権限を有する者のうち内部から昇格する割合と外部から招聘する割合を示したものである。この表によると、アメリカ/カナダ、ヨーロッパ、ブラジル・インドの場合、20%、30%台であるのに対して、中国のケースでは、外部からの採用は16%と低いものの、日本の3%という水準は、代表取締役、代表執行役のうち内部から昇進する割合が97%と極めて高いことを示している。

表2は代表する権限を有する者の国籍を示したものである。本社所在地

と同じ国の人物が会社の代表者になる割合は世界平均で 82% である。この数字を見ると、アメリカ/カナダは 84%、ヨーロッパは 67%、ブラジル・ロシア・インドは 86% という数字になっているが、日本の場合、本社所在地と同じ国の人物がその会社の代表者になる割合は中国の 99% に並び、98% と非常に高い割合を示している。

このように、諸外国と比較してほとんど（97%）の日本企業が、同じ会社内部から会社代表者を選んでいることが分かる。また、本社所在地と同じ国の人物が会社代表者になる割合は日本の場合 98% であり、中国の 99% に並び、諸外国の中でトップである。

註

- (20) 東京証券取引所では、一般株主保護の観点から、上場会社に対して、独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役をいいます。）を 1 名以上確保することを企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定しています。
- (21) 「株主総会白書」商事法務 No.2085、2015 年 12 月 1 日、63 頁-70 頁。
- (22) 「2015 年東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」、3、4 頁。
- (23) 「2015 年東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」、21、22 頁。
- (24) 「2015 年東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」、31 頁。
- (25) 「株主総会白書」商事法務 No.2085、2015 年 12 月 1 日、152 頁-155 頁。
- (26) 「2015 年東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」、62、63 頁。
- (27) 「2015 年東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書」、78 頁。
- (28) 伊丹敬之『経営学入門』第 3 版（日本経済新聞出版社、2013 年）573 頁。

四 コーポレートガバナンス・コード

平成 27 年 3 月 5 日、金融庁および東京証券取引所に設置された「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」において、「コーポレートガバナンス・コード——会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために——」が策定・公表された。これは、今後、東京証券取引所において制定される予定のコーポレートガバナンス・コード

について、その基本的な考え方を「コーポレートガバナンス・コード原案」という形で取りまとめたものである。

1 本コードの意義・目的

コーポレート・ガバナンスの具体的な内容については普遍的な定義があるものではないが、本コードにおける定義としては、『『コーポレート・ガバナンス』とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する』と明記されており、こうした前提の下で、本コードには、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な原則が取りまとめられている。

一般に、コーポレート・ガバナンスというと、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面に重点を置く傾向があるようにも思われるが、本コードは、このような側面を過度に強調するものではない。むしろ、本コードは、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現により、経営者の企業家精神の発揮を後押しすることを主眼としており、その意味において「いわば『攻めのガバナンス』の実現を目指すもの」であることが、本コードの大きな特徴である。⁽²⁹⁾

こうした観点から、本コードには「会社においてガバナンスに関する機能が十分に働かないような状況……こそが会社としての果断な意思決定や事業活動に対する阻害要因となるものであり、本コードでは、会社に対してガバナンスに関する適切な規律を求めることにより、経営陣をこうした制約から解放振るえるような環境を整えることを狙いとしている」旨が明確に述べられている。

会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上という観点から、どのようなガバナンス体制が最適であるかは、各会社の置かれた状況によって区々であり得る。このため、法令やルールベース・アプローチの規律によって特定のガバナンス体制を一律に強制することは、たとえば、各会社がその形式的な遵守のための対応のみに注力するなどといった事態を招く

など、かえってその実質を蔑ろにするおそれもある。

こうした観点から、本コードは、そのようなルールベース・アプローチではなく、プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用している。

『日本再興戦略』改訂 2014』において、コードの策定に当たっては「OECD コーポレート・ガバナンス原則」を踏まえるものとする」と明記されたことを受け、本有識者会議では同原則の内容に沿った議論がなされ、本コードの内容は同原則の趣旨を踏まえたものとなっている。

この OECD 原則は、広く各国におけるコーポレート・ガバナンスの取組み基礎・指針としての役割を果たすものであり、その主な内容として、①株主の権利、②株主の平等な取扱い、③株主以外のステークホルダーの役割、④開示と透明性、⑤取締役会の責任といった項目についての原則的な考え方が示されている。

本コードでは、OECD 原則の趣旨を踏まえ、これら五つの項目が盛り込まれた上で（なお、本コードでは、このうち①と②が「株主の権利・平等性の確保」として一つの章にまとめられている、さらに、これら五つの項目に付加する形で「株主との対話」についての独立の章が設けられ、その重要性が強調されている。これは、本コードとスチュワードシップ・コードが「車の両輪」であるとの考え方を踏まえ、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資するよう、株主との対話に向けた会社の取組みの促進を期待するものであり、OECD 原則には独立の章としては明記されていない本コード独立の取組みといえる。

2 本コードの概要

(1) 株主の権利・平等性の確保

基本原則 1

上場会社は、株主の権利が実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面がある

ことから、十分に配慮を行うべきである。

原則 1-1 株主の権利の確保

原則 1-2 株主総会における権利行使⁽³⁰⁾

原則 1-3 資本政策の基本的な方針

本原則は、上場会社に対して、「資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべき」としている。自社株買いに関する実施計画のような、個別の資本政策についての具体的な予定等ではなく、こうした個別の資本政策の基礎となるべき、いわば総合的な基本方針のようなものを説明することが想定されている。

原則 1-4 いわゆる政策保有株式

原則 1-5 いわゆる買収防衛策

原則 1-6 株主の利益を害する可能性のある資本政策

原則 1-7 関連当事者間の取引

(2) 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

基本原則 2

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

原則 2-1 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定

原則 2-2 会社の行動準則の策定・実践

原則 2-3 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題

原則 2-4 女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保

本原則は、上場会社に対し、「社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、会社の持続的な成長を確保する

上での強みとなり得る、との認識に立ち、社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保推進すべき」としている。本原則では、一例として女性の活躍促進を挙げているが、本原則で求められる「多様性」は性別に限られるわけではなく、各会社の置かれた状況に応じて、経歴・年齢・国籍・文化の背景等、幅広い内容が含まれるものと考えられる。

原則 2-5 内部通報⁽³¹⁾

(3) 適切な情報開示と透明性の確保

基本原則 3

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

原則 3-1 情報開示の充実

原則 3-2 外部会計監査人

(4) 取締役会等の責務

基本原則 4

上場会社の取締役会は、株主に対する受託責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、企業戦略等の大きな方向性を示すこと、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと、独立した客観的な立場から、経営陣（執行役およびいわゆる執行役員を含む）・取締役に對する実効性の高い監督を行うこと、をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役および監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、等しく適切に果たされるべきである。

原則 4-4 監査役及び監査役会の役割・責務

本原則の第一文は、「監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監

査、外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべき」としている。また、第二文は、「監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべき」としている。

補充原則 4-4①の第一文は、本原則に掲げられた監査役の役割・責務を十分に果たすとの観点から、社外監査役に由来する「強固な独立性」と常勤監査役が保有する「高度な情報収集力とを有機的に組み合わせる」ことで、監査役会の実効性を高めることを求めている。また、本補充原則の第二文は、監査役・監査役会において、「社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべき」としている。常勤監査役が保有する高度な情報収集能力等に鑑みれば、本補充原則において求められている監査役・監査役会と社外取締役との連携によって、社外取締役への情報共有が適確に行われることが期待できると考えられる。⁽³²⁾

原則 4-5 取締役・監査役等の受託者責任

原則 4-6 経営の監督と執行

本原則は、「上場会社は、取締役会による独立かつ客観的な経営の監督の実効性を確保すべく、業務の執行には携わらない、業務の執行と一定の距離を置く取締役の活用について検討すべき」としている。基本原則 4 および原則 4-3 で示されているとおり、「独立した客観的な立場」から「経営の監督」を行うことが取締役会の主要な役割・責務の一つであるが、取締役が経営陣の一員として会社の業務の執行を担っている場合には、自らが担当した業務の執行を独立した客観的な立場から評価することは必ずしも容易ではないであろう。したがって、経営の監督における取締役会の独立性・客観性をより確保する観点からは、まずはその上場会社の業務の執

行から一定の距離を置く非業務執行取締役の活用を図ることが期待される。本原則は、上場会社にたいして、こうした取締役の活用について検討することを求めるものであり、いわば「経営の監督と執行の分離」の推進についての検討を促すものと考えられる。

原則 4-7 独立社外取締役の役割・責務

前記原則 4-6 で示されている「経営の監督と執行の分離」を推進し、経営の監督における取締役会の独立性および客観性を真に確保するためにも、一般に、経営陣から独立した社外取締役の活用を図ることが強く期待される。こうした観点も踏まえ、本原則は、独立社外取締役にとくに期待される役割・責務として以下の4点を明らかにしている。この4点のうち3点はいわゆる監督機能に係る役割・責務であるという中で、その3点より先に、いわゆる助言機能に係る役割・責務が記載されていることには留意すべきであろう。

その4点とは、具体的には、「(i)経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと」、「(ii)経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」、「(iii)会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること」および「(iv)経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること」である。

原則 4-8 独立社外取締役の有効な活用

① 独立社外取締役の複数名選任

本コードは、「独立社外取締役を複数名設置すればその存在が十分に活かされる可能性が大きく高まる」との考え方を明確にしており、外形基準すなわち形式論としてではなく、独立社外取締役の有効な活用を実現するためのいわば実質論としてその複数名の選任を求めている。

こうした観点から、本原則の第一文では、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締

役を少なくとも二名以上選任すべき」としている。

また、独立社外取締役の比率のさらなる向上へ向けた自主的な取組みを促す観点から、本原則の第二文では、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示すべき」としている。

② 独立社外者のみを構成員とする会合・筆頭独立社外取締役の選定等 原則4-9 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質

社外取締役の独立性の有無を判断するための基準としては、金融商品取引所が定める独立性基準が存在するが、これは全上場会社に共通するいわばミニマム・スタンダードとして重要な機能を有するものと考えられる。しかし、社外取締役の独立性の有無を適切に判断するためには、このミニマム・スタンダードに抵触しないというだけで足りるかという点を含め、個々の社外取締役ごとに実質的な判断を行うことが望ましい。他方、本有識者会議における議論にもあったとおり、金融商品取引所が定める独立性基準は抽象的で解釈に幅を生じさせる余地があるところ、各上場会社がその個別事情を踏まえて適切に当てはめを行うことは有益と考えられる。したがって、各上場会社においては、独立性の有無についての実質的な判断に資するよう、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえつつ、その個別事情に応じた自社に最適の独立性判断基準を策定することが求められる。こうした観点から、本原則の第一文は、取締役会に対し、「金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示」することを求めている。実質的な判断に資する独立性判断基準の内容は、第一次的には各上場会社の判断に委ねられるが、それが開示されることにより、上場会社と市場との対話を通じてより合理的な判断基準を見出すことが期待されている。なお、金融商品取引所が定める独立性基準やこれに関連する開示基準については、本原則の「背景説明」において、上場

会社が保守的な適用を行うという弊害が生じている等の指摘がなされていた。こうした指摘も踏まえ、金融商品取引所においては、いわゆる開示加重要件を廃止する旨の規則改正が行われる予定である。

また、独立社外取締役は、独立性を有することに加え、独立社外取締役に期待される役割・責務を果たせるだけの資質を兼ね備えていることが求められる。こうした資質について、本有識者会議における議論を踏まえ、本原則の第二文では、「取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべき」としている。具体的にどのような人物が独立社外取締役に就任すれば、取締役会全体としての率直・活発で建設的な検討につながり得るか、については、各上場会社の取締役会の状況も踏まえた考慮が必要であろうが、いずれにせよ、社内の論理を慮ってこれに追随することに終始したり、その逆に、いわば指摘のための指摘や反対のための反対を重ねたりする人物がこれに当てはまるとは考えにくいであろう。

原則 4-10 任意の仕組みの活用

原則 4-11 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件

① バランス・多様性・適正規模等

本原則の第一文では、「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべき」とされている。こうした取締役会のバランスや多様性、適正規模に関する考え方が上場会社においてあらかじめ定まっていることは、その構成員たる取締役の指名・選任を適切に行うこと、ひいては取締役会がその役割・責務を実効的に果たすことの前提条件になると考えられる。こうした観点から、補充原則 4-11 i は、取締役会にたいし、「取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、取締役の選任に関する方針・手続きと併せて開示」することを求めている。

ii では、「社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役

の業務に振り向けるべき」とされている。そして、そのためには他社との兼任等を合理的な範囲にとどめる必要があり、また、その兼任状況は株主が取締役・監査役を評価する上での重要な判断材料になると考えられることから、「例えば、取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべき」としている。その兼任数の「合理的な範囲」については、一律に数値基準を置く代わりに、その解釈を当該取締役・監査役の良識に委ねる手法がとられている。

② 取締役会評価

原則 4-12 取締役会における審議の活性化

原則 4-13 情報入手と支援体制

原則 4-14 取締役・監査役のトレーニング

(5) 株主との対話

基本原則五

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場合以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

経営陣幹部・取締役は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

原則 5-1 株主との建設的な対話に関する方針

① 株主からの対話の申込みへの対応

② 株主との建設的な対話を促進するための方針

③ 株主構造の把握

原則 5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表⁽³³⁾

本コードは、プリンシプルベース・アプローチやコンプライ・オア・エクスプレインなど、日本では未だなじみの薄い枠組みを採用している面も

あり、その適用にあたっては、その適用にあたって幅広い関係者からの理解が肝要である。

本格的なグローバル競争時代の中にあって、AI・ビッグデータ時代の到来を迎え、これまでの産業構造の大きな転換・非連続なイノベーションが求められることや、コストの面でこれまでに類をみない範囲でしのぎを削らなければなど、グローバル競争はこれまでにない熾烈なものとなっている。

こうした状況のもと、日本企業の「稼ぐ力」の向上のため、中長期的な収益性・生産性を高めることが重要である。スチュワードシップ・コードの策定（平成 26 年 2 月）、社外取締役の確保に向けた改正会社法の施行（平成 27 年 5 月）、コーポレートガバナンス・コードの策定（平成 27 年 6 月適用開始）等もこうした背景の中でなされた。

特に、過去の統計的な傾向を見れば、ローリスク・ローリターン⁽³⁴⁾の安定志向であり、主要 OECD 諸国の比較において、日本企業の ROE・ROA⁽³⁵⁾は中央値・分散ともに極めて低い水準であることが指摘されている。

他方、人口減少・少子高齢化による労働投入量の減少等のマクロレベルの構造的な制約要因を抱えている中において、各企業において、女性も含めてその多様性を確保しつつ、個々の人材が能力を最大発揮できる環境整備を図っていくことが求められている。

また、これまでのビジネスの仕方を越えた新しい仕組みづくり・ビジネスモデルの構築が求められる状況では、今後ますます激化する内外からの優秀な人材の獲得競争に如何にインセンティブ付けしていくかが大きな課題⁽³⁶⁾になっている。

3 コードの影響

コーポレート・ガバナンスの強化を主な目的とした改正会社法が 2015 年 5 月 1 日に施行される。社外取締役が経営を監査する新制度「監査等委員会設置会社」の導入などが特徴で、100 社を超す上場企業が新制度に移行する見通しとなった。改正法は既存の監査役会設置会社にも社外取締役

の選任を強く促しており、日本の企業統治が大きな転換点を迎える。⁽³⁷⁾

監査等委設置会社では3人以上の取締役で監査等委員会をつくり、取締役の職務執行などをチェックする仕組み。委員の過半数は社外取締役にする必要があり、既存の監査役会は廃止される。移行には株主総会での承認を得る必要がある。

三菱UFJ信託銀行によると、新制度への移行を表明した上場企業は30日に100社を超えた。時価総額が1兆円を超す企業もあり、3月の定時株主総会で承認済みのユニ・チャーム、サントリー食品インターナショナルは5月1日に移行。6月下旬の総会後に移行予定の三菱重工業は「透明性を高め、意思決定のスピードを上げたい」（船戸崇取締役）としている。

会社から独立した立場の社外取締役による経営監視が強まれば、積極的な設備投資など経営陣の意思決定の正当性を高めるとされる。⁽³⁸⁾

機関投資家を対象にした「スチュワードシップ・コード」⁽³⁹⁾に対し、上場企業向けに基本原則をまとめたものがコーポレートガバナンス・コードである。この2つから成る「車の両輪」がそろえば、企業統治は安定する。

日本のコーポレートガバナンス・コードは、金融庁と東京証券取引所が事務局となる有識者会議を経て2015年6月ごろまでに東証が策定する。自民党の「日本再生ビジョン」は、(1)独立社外取締役2名以上設置 (2)株主・投資家の発言促進 (3)株式持ち合いの縮小——をコードに盛り込むことを提案している。

新たなコードは既存のルールやガイダンスなどを踏まえ、上場規則によって規律づけする。日本の実情に沿いつつ、国際的にも評価されるものを目指すという。

経済協力開発機構（OECD）コーポレート・ガバナンス原則は、持続的な成長を目的に会社の所有と支配の分離から生じる問題に焦点を当てる。よい企業統治のモデルは単一でなく、各国のために包括的な枠組みを示すというスタンスを取る。

英国のコーポレートガバナンス・コードは、企業統治の目的を、効率的で、適切にリスクを取り、良識を伴う経営の推進とする。そのための原則

を示し、株主とも対話すべきだという。

こうした海外の先例からは、企業が自ら考えて行動するための原則と、実効性を担保する仕組みを併せ持っていることが読み取れる。基本姿勢を明確にし、行動を促す。そして効果をあげていく。日本においても「ベストプラクティス」(最善の行動)を目指す企業の広がりが期待される。⁽⁴⁰⁾

「細則主義」(ルールベース)が強制力を持つ法令を適用するのに対し、原則主義は「コンプライ・オア・エクスプレイン」(実施しないなら説明が必要)という仕組みで規律を担保する。企業は実情に即した柔軟な判断が可能となり、株主も形式だけ整えて株主利益を考慮しない経営を抑制する利点がある。

一方、原則の解釈には幅があり、テーマによっては見解の差が生じる。企業間の比較が難しいといった課題もある。

社外取締役について考えてみよう。経営者は、孤独な判断に対するアドバイスや経営の透明性の確保、専門的な知見の提供や株主を含むステークホルダー(利害関係者)との橋渡し役を期待する。効率的に議論するために、自社の経営や事業に精通している人を選びたいという企業も少なくない。

海外機関投資家をはじめとする株主は独立性が高く、経営者の支配を制御できる人を増やすべきだという。社外取締役を導入しても独立性要件を満たさないという理由から、反対票が多いケースも見受けられる。

解決策のひとつは、数値基準の設置と対応だ。英国のコードも「各則」で望ましい独立社外取締役の要件や人数などを提言している。

ただ、それだけでは原則主義の利点を活用したとはいえない。説明や対話を通じて課題が明確になることもある。十分に議論して最適な選択をすることも、コードが示唆する答えのひとつである。⁽⁴¹⁾

2015年6月に適用が始まった企業統治指針(コーポレートガバナンス・コード)は、独立した社外取締役を複数選任することを上場企業に求めている。東京証券取引所によると、2015年6月時点で、東証1部上場企業の社外取締役は初めて3千人を超えたもようで今後も増えるのは確実な情

勢だ。

成長戦略の眼目は、業務執行と監督を切り分ける欧米型に近い企業統治システムにかじを切り、海外投資家が日本企業の中身を理解しやすくすること。それだけに、システムの形骸化は最も避けたい事態の一つだった。

一般に日本の社外取締役は、業務執行とは離れて、株主と経営陣の利害対立を調整したり、大所高所からの助言をしたりする役割にとどまっている。

新指針では社外取締役の主な役割が会社の監督にあると明示している。役員の指名や報酬額の決定などを通じて業務執行をチェックするのが望ましいとしている。一步踏み込み、企業が成長に必要なリスクを取る後押しと不正の歯止め役になることを求めた。⁽⁴²⁾

日本取締役協会（宮内義彦会長）によると、企業と利害関係のない独立社外取締役を選任している東京証券取引所第1部上場企業は1655社（8月1日）で、全体の88%に達した。比率は前年に比べ26ポイント上昇した。社外取締役のうち独立取締役が占める比率も83%と11ポイント⁽⁴³⁾上昇している。

独立取締役を2人以上選任している企業の比率は49%で28ポイント上昇した。今年6月に適用が始まった企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）は、独立取締役の複数選任を1、2部企業に求めている。同協会は「指針の適用直後としては評価できる数字だ。今後も独立取締役は増えるだろう」と話している。

独立取締役が3人以上の企業は5ポイント上昇し、13%。取締役会の3分の1以上を独立取締役が占める企業は13%だった。またガバナンスを重視する外国人の株主比率が高い企業に、独立取締役選任に積極的な傾向がみられた。同比率が30%以上の企業の33%が3人以上を選任している。同協会は「独立取締役が活躍できる環境づくりが今後の課題」と指摘して⁽⁴⁴⁾いる。

日本経済新聞社の総合経済データバンク「NEEDS」の集計によると、東証1部・2部上場で2人以上の独立社外取締役を置く企業が全体の42%、

1025 社に上ることがわかった。2014 年（413 社）の 2・5 倍に増えた。7 月 15 日までに東京証券取引所に提出されたコーポレート・ガバナンス報告書で独立社外取締役の選任状況を調べた。

東証が 6 月に導入した企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）では、東証 1 部・2 部に上場する企業に対し、2 人以上の独立社外取締役の選任を求める。置かない場合は理由の説明が必要になるため、企業が対応を急いだとみられる。

指針が直接の対象としていない新興市場でも対応が進んでいる。複数の独立社外取締役がいる企業は、東証マザーズでは 13%（2014 年比 9 ポイント増）、ジャスダックでも 10%（同 7 ポイント増）⁽⁴⁵⁾ となっている。

註

- (29) 「投資家からみるコーポレート・ガバナンス報告書」商事法務 No. 2084、2015 年 11 月 25 日、24 頁-31 頁。
- (30) 「コーポレートガバナンス・コード原案の解説 I」商事法務 No. 2062、2015 年 3 月 15 日、47 頁-52 頁。
- (31) 「コーポレートガバナンス・コード原案の解説 II」商事法務 No. 2063、2015 年 3 月 25 日、51 頁-56 頁。
- (32) 「コーポレートガバナンス・コード原案の解説 III」商事法務 No. 2064、2015 年 4 月 5 日、35 頁-42 頁。
- (33) 「コーポレートガバナンス・コード原案の解説 IV」商事法務 No. 2065、2015 年 4 月 15 日、46 頁-52 頁。
- (34) ROE とは、Return On Equity の略称で和訳は自己資本利益率。企業の自己資本（株主資本）に対する当期純利益の割合。
- (35) ROA とは、Return On Asset の略称で和訳は総資産利益率。利益を総資産（総資本）で除した、総合的な収益性の財務指標である。
- (36) 「コーポレート・ガバナンスの実践——企業価値向上に向けたインセンティブと改革——」、コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会、経済産業省、2015 年 7 月 24 日。
- (37) 「三菱重工業におけるガバナンス体制の充実に向けた検討」商事法務 No. 2086、2015 年 12 月 5 日、4 頁-10 頁。
- (38) 「社外取締役が経営監査、三菱重など 80 社超移行、「監査等委員会」制度、人材難、導入促す」（日本経済新聞朝刊、2015 年 4 月 17 日）3 ページ。
- (39) スチュワードシップ・コードとは、金融機関による投資先企業の経営監視

などコーポレート・ガバナンスへの取り組みが不十分であったことが、リーマン・ショックによる金融危機を深刻化させたとの反省に立ち、英国で2010年に金融機関を中心とした機関投資家のあるべき姿を規定したガイダンスのこと。

- (40) 「企業統治の新時代 (7) 対話を重視する原則主義 (ゼミナール)」(日本経済新聞朝刊、2014年9月10日) 33頁。
- (41) 「コーポレートガバナンス・コードは「原則主義」(プリンシプルベース)に基づいて制定される」(日本経済新聞朝刊、2014年9月11日) 27頁。
- (42) 「社外取締役、形骸化防ぐ、政府新指針、事例集も作成」(日本経済新聞朝刊、2015年7月22日) 5頁。
- (43) 独立取締役とは、企業からの独立性が高い取締役のこと。独立性のある取締役としては既に「社外取締役」が一般的になっている。
- (44) 「独立社外取締役を選任、東証1部の88%に」(日本経済新聞朝刊、2015年9月28日) 15頁。
- (45) 「独立社外取締役、2人以上が42%、東証1部・2部企業」(日本経済新聞朝刊、2015年7月28日) 15頁。

おわりに 今後の対応の方向性

これまでにない生産性の向上が求められる中においては、経営者・従業員両者にとって、利害関係者が追及すべきビジョン、戦略、業績等の目標の設定が中長期的な企業価値の向上につながる合理的なものであり、かつ、明確に規定されていることが求められる。その上で、利害関係者が追及すべき目標の達成に向けた努力がなされるようなインセンティブを与えることが求められる。こうした目標設定やインセンティブの付与が適切でなかった場合には、企業に蓄積される資産も、資本市場からの期待に応えることができない非効率なものとなりかねない。

他方、これまでに経験したことの無い不確実性の下での対処が求められる中においては、目標設定後における事業の遂行中に、事前においては予測不可能であった事態が生じることが大いにあり、利害関係者が当初の目標達成に固執するあまりに、事後に生じた事象に迅速かつ柔軟に対応することができない場合には、成長機会を大きく逸してしまうことになりかね

ない。したがって、目標達成についての事後的な評価は、事後的に生じた事象を踏まえた柔軟なものであることが望ましい。

もっとも、こうした事後的な評価の柔軟性は、状況によっては、利害関係者の目標への達成についての障害となり、利害関係者から適切な努力を引き出すことにつながらない懸念があることに配慮が必要である。

すなわち、不確実性の下における生産性の向上の追及とは、明確性と柔軟性という一見相矛盾する要請をダイナミックに克服するインセンティブの設計を、利害関係者に対して、それぞれの工夫をもって、ダイナミックに克服するインセンティブの設計をしていかなければいけないということである。⁽⁴⁶⁾

そして、これらの課題は、株主と取締役との間、取締役会と代表取締役・執行役等の業務執行者等との間、業務執行者と従業員との間のそれぞれに投げかけられたものであり、今日におけるコーポレート・ガバナンスの議論は、いかに合理的なものとなるよう設計していくかという問いである。なお、今後、これに関する検討を進めていく。

註

- (46) 「コーポレート・ガバナンスの実践——企業価値向上に向けたインセンティブと改革——」、コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会、経済産業省、2015年7月24日。