

監査役・いたさんのオピニオン No.8

監査懇話会研究会での問題提起「コーポレート・ガバナンス・コードについて考える」 ～CGコードの意義と背景、日本版CGコードとパブリックコメントの概要

2015. 3. 27

監査懇話会・会友 板垣隆夫

※本稿は、監査懇話会 理事 板垣隆夫が過去に書き溜めた原稿を公開するものです。

※本稿は筆者個人の意見を記したものであり、一般社団法人 監査懇話会の公式な見解とは必ずしも一致致しません。

はじめに～二つの相反する「感想」

- A. CGコードが持つ本来的な重要性～表面的・一面的でなく本質的・多面的に理解し対応すべきもの
- B. ある種の「胡散臭さ」への懸念～「いつか来た道(内部統制ブーム)」
成長戦略の一環として政治主導で急進展、「稼ぐ力」「ROE重視」「攻めのガバナンス」
▶有益なメッセージを真摯に受け止めつつも、冷静で主体的な対応が求められる

本日は、「コーポレート・ガバナンス・コードについて考える」という2回シリーズのその①ということで、CGコード全般の説明を行います。最近あちらこちらでCGコードに関する講演会やセミナーが開かれています。定員の何倍もの人の応募が殺到し、異常な盛り上がりとも言える状況で、まさしく旬の話題であります。このCGコードに対するスタンスに関しては、私自身二つの相反する評価・感想の間で揺れ動いています。

一つの感想は、本コードは、監査役の目標でもある企業の持続的成長にとって極めて重要であり、本質的・多面的に理解して真摯に対応すべきであるというものです。ネット上でも沢山の関連記事を見ることができますが、批判的なスタンスのものは殆どなく、圧倒的多数は中立的紹介か肯定的論評です。

その一方で、生来の素直でない天邪鬼な性格もあってか、疑問や胡散臭さを感じる点も少なくありません。その最大の理由は、アベノミクスの成長戦略の一環として政治主導でかなり強引に推進されてきたことにあります。推進者は、自民党の政治家と金融庁であり、そしてその陰に見え隠れするのが米国の対日要求という構図は、あのJ-SOXと内部統制ブームを思い起こさせます。「いつか来た道」という訳ですが、政治が絡むとどうしてもこれで誰が利益を得るのかを考えてしまいます。J-SOX では金融庁と監査法人・コンサル業界の省益・利益が拡大しました。今回の統治改革で利益を得るのは、社外役員候補たる弁護士、公認会計士、高級官僚、元会社役員たちや株高の恩恵に浴する投資家や資産家であり、そうした業界や高額所得層への政治的優遇策ではないか。また早急な対応が求められることから、コンサルを使って対応しようとしている企業が少なくないと聞きますが、これは主体的対応という本来の趣旨に反しており、結局形式的表面的対応にならないか等々の疑念も拭いきれません。

というわけで、やや複雑な思いがありますが、取敢えずは「有益なメッセージを真摯に受け止めつつ」、踊らされることなく「冷静で主体的な対応が求められている」とのスタンスで、以下検討していきたいと思えます。

1. CGコードとは何か

■CGコードとは

<原案「コーポレート・ガバナンス・コードについて」の説明>

「本コード(原案)において、「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。本コード(原案)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を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与

することとなるものと考えられる。」

★「コード」～法律上の規定ではなく、法律を補完する「ソフトロー」としての役割

まずは、CGコードとは何か。ここに掲げたのは、本原案における「コーポレート・ガバナンス」と「CGコード」の説明で、下線部分がキーワードとなります。特に「株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場」と「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」が重要なポイントです。米国式の株主万能論は採用せず、また利益重視と言っても短期的利益優先ではないことの表明で、このこと自体は大いに評価できることです。おそらく問題は、序文でのこうした表明にかかわらず全体として見た場合、「株主主権論の復活」や「利益至上主義」と言われるものになっていないかにあります。

それと押さえておく必要があるのは、「コード」は法律上の規定ではなく、法律を補完する「ソフトロー」としての役割を持つということです。法律との関係で言えば法律に反することは書けないが、法律と同じことを書いても意味がないという訳で、法律の上乗せ規制、ベストプラクティスであるということです。法律と違って硬直的でない柔軟な対応が可能な、かつ罰則も緩やかな「ソフト」な規制方法ですが、運用次第では恣意的でかつ事実上の強制的な規制にもなりかねない危険性があることは留意しておく必要があります。ハードローとソフトローの使い分けについては、様々な意見があり「ずい規制のやり方」と批判する人もいます。

■海外のCGコード(別紙2、3)

- OECDコーポレート・ガバナンス原則(2004年)、英国コーポレート・ガバナンス・コードが有名
- 米国はCGコードはなく法律で規定(規制方式としては米国式ではないが内容的には米国型の影響大)
- * 日本版はOECD原則をベースにして、英国・フランス・ドイツなどのコードを参考に策定
- * 独立取締役の導入は絶対ではない(リーマンショック以降の変化) 有効な監督を行える能力が必須
- * 仕組みよりも運用を重視(持続的成長を実現するための運用がゴール)

別紙は、本コードを策定した有識者会議の事務局資料の抜粋です。別紙、2、3が各国のCGコードの状況で、世界で90以上の国で制定され、主要各国でプリンシプルベースかつコンプライ・オア・エクスプレイン型のCGコードが導入されていることが分かります。米国及び韓国はコードでなく法律での規制です。(規制方式としては米国式ではないが内容的には米国型の影響が大きいと言えるでしょう)いずれにしろ多くの国で導入されている点が、J-SOXとの違いです。J-SOXの場合は、米国でSOX法が制定された後、欧州を含む各国で同様な制度化が検討されたが、結局追隨したのは日本を含む数か国に留まりました。

今回の日本版CGコードは、別紙3にあるOECD原則をベースにして、英国・フランス・ドイツなどのコードを参考に策定されました。注意が必要なのは米国発の金融危機「リーマンショック」の影響、教訓です。米国流ガバナンスへの疑問が広がった結果、短期主義への批判や形だけの独立取締役の導入は必ずしも絶対ではないとか仕組みよりも運用を重視すべきとする考え方が強まっていると言われており、重要なポイントです。

■日本版コーポレート・ガバナンス・コードの前例

- 2004年東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」(2009年12月改定) 別紙4
- 2005年 日本取締役協会「取締役会・監査役会併設会社のガバナンス・ベストプラクティス・コード」

日本版CGコードにはいくつかの前例があります。一つは別紙4の東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」です。内容的には今回の原案と重なる部分が多くありますが、決定的な違いは東証の原則は共通する認識の基盤を提供することを目的としたもので、あくまで参考に過ぎなかった点にあります。もう一つの例は、民間団体である日本取締役協会の「取締役会・監査役会併設会社のガバナンス・ベストプラクティス・コード」で、監査役制度を前提にした日本らしさを持つコードを志向した点に特色がありました。ちなみに、「内部にある外部者の目」という監査役的位置づけ、即ち内部者と外部者の目を同時に持つのが監査役であるという考え方には大いに共感します。

2. CGコード制定の経緯と背景

■一連のガバナンス改革 「政治主導」

2013年6月「日本再興戦略」閣議決定 「日本版スチュワードシップ・コード策定」織り込み
2014年2月「日本版スチュワードシップ・コード」公表
2014年5月自民党「日本再生ビジョン」
2014年6月会社法改正(公布)、2015年5月1日施行
2014年6月「日本再興戦略改訂2014」閣議決定 「CGコード策定」織り込み
2014年8月伊藤レポート公表(2013年7月スタート)
2014年8月「コーポレート・ガバナンス・コード策定に関する有識者会議」設置 **「突貫作業」**
2014年3月コード原案確定、東証上場規則改正、2015年6月からコード適用

CGコードの意義を考えると、コードの文字面だけを見ても良くつかめません。一連のガバナンス改革の流れの中の一環として、それが良くも悪くも政治主導で急ピッチで進められたことに留意が必要です。更に大きな背景として米国の対日要求(「年次改革要望書」>「日米経済調和対話」)において一貫して日本の企業統治改革が取り上げられてきたことは無視できません。その中には、ずっと以前から二人以上の独立社外取締役の義務付け(2007年)、株主利益の保護に関するベストプラクティスを奨励する上場規則またはガイドラインの制定(2006年)等が要望書に織り込まれていました。米国の狙いは①米国型企業統治(独立取締役中心のモニタリングモデル)のグローバルスタンダード化、②ステークホルダー(従業員、顧客等)重視の日本型経営から株主重視の経営への変革、③米国の多国籍企業や投資ファンドの活動の保障と権益の確保であると推察出来ます。また今回拙速と言われても仕方ない形でCGコード策定を急いだのは、TPP交渉が大詰めを迎えていることと無関係ではないとこれまた勝手に推測しています。

それはともかく、ここに掲げた通り、企業統治改革がこの1年で急速に進展したのは間違いありません。以前から企業統治改革を推進してきた人たちにとって、一連の改革の進展は感慨深いものがあるようで、商事法務座談会(NO2055)でも「歴史的ともいえる事象がいくつも起こった(武井弁護士)」とか「CGコードを作る時代になった、ある意味感動を覚える(神田東大教授)」などと興奮気味に語られています。

■アベノミクス=成長戦略~「日本再興戦略改訂2014」

・日本の「稼ぐ力」を取り戻す>企業が変わる>企業統治の強化>CGコードの策定
・インベストメント・チェーン(資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり)の重要性の強調(スチュワードシップ・コードとの両輪)

その最大の原動力となったのは、アベノミクスの成長戦略であり、そのマニフェストである「日本再興戦略改訂2014」です。前提となる基本認識は、日本の株式市場及び日本企業のROEと国際的地位の長期低迷です。再び日本の「稼ぐ力」を取り戻す>企業が変わる必要がある>企業統治の強化が必須であり>CGコードの策定が不可欠という論理です。目新しい言葉として、「インベストメント・チェーン」という言葉が使われています。資金の拠出者たる投資家を規律するスチュワードシップ・コード、事業活動を行う企業を規律するCGコードが両輪であることの説明として有効な概念です。

■伊藤レポート(座長伊藤邦雄一橋大学院教授)

「持続的成長への競争力とインセンティブ~企業と投資家の望ましい関係構築~」プロジェクト
【企業と投資家の抱える課題】>「協調」による企業価値の向上
A.企業の課題
・高いイノベーション能力を持ちながら持続的な低収益性
・ダブルスタンダード経営(投資家に対する説明と社内に対する説明が整合性が取れていない)
・長期的視点のイノベーションを生み出すための資金誘因の必要性 等

B.投資家の課題

- ・短期利益主義
- ・日本の資本市場の層の薄さ、インデックス投資への偏重
- ・年金等アセットオーナーの専門性や人員の弱さ 等

C.企業と投資家の対話の欠如、相互の不信感

- ・企業側からの批判～投資家は直近の業績のみに関心があり、中長期的な活動に関心を持たない
- ・投資家側からの批判～経営者はROE等の収益性指標を経営に組み込んでいない

【資本効率を意識した企業価値経営への転換～ROE重視の経営】

- ・中長期的な ROE 向上を経営の中核目標に
- ・目指すべき ROE 水準と資本コストへの認識を高める～最低 8%を上回る ROE を達成することにコミット
- ・収益力と資本効率向上を日本経済の好循環につなげる

CGコード関係者の間で、非常に重要であると語られているのが、座長である伊藤邦雄一橋大学院教授の名前を採った「伊藤レポート」です。これは「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」という経産省が作ったプロジェクトでの議論をまとめたものです。スチュワードシップ・コード、CGコードと伊藤レポートの三つを指して、「株式市場に放たれた三本の矢」という人がいる程です。ここでは、企業と投資家の抱える課題を分析して、お互いに認識した上での「協調」「対話」による企業価値の向上が不可欠としています。伊藤レポートのもう一つの目玉は、資本効率を意識した企業価値経営への転換、即ちROE重視の経営を打ち出して、目指すべき水準として最低 8%を上回る ROE を達成することにコミットすべきであると明言しました。実はCGコードの中では、あまり露骨にROE重視は記述されていませんが、底流にはこうした考え方があることに留意が必要です。

■スチュワードシップコードとCGコード～「車の両輪」

【スチュワードシップ・コード】

機関投資家に対し、顧客の中長期的な投資リターン拡大を図るための原則。日本では2014年2月に公表された。投資運用会社や年金基金、保険会社が、運用の基本方針や議決権行使の方針など計7つの原則を定めている。法的拘束力はないが、機関投資家が企業と対話を深め、企業価値の向上を目的とする企業のガバナンス強化につなげる狙いがある。

CGコードに先立って2014年2月にスチュワードシップ・コードが策定されました。機関投資家に対し、顧客の中長期的な投資リターン拡大を図るための諸原則を示したものです。2013年の再興戦略に織り込まれていたもので、「車の両輪」として重要なものであると言われています。別紙5に事務局による説明が載っています。「責任ある機関投資家」の諸原則をCGコードと同様プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインの考え方で記述しており、投資先企業との建設的対話や議決権行使の方針の公表等が規定されています。企業の中長期視点からの持続的成長を重視しているのが日本版の特徴と説明されています。

3. 日本版CGコードの概要と特徴

■コーポレート・ガバナンス・コード策定に関する有識者会議

* 会議メンバー(別紙1)、事務局～金融庁&東証

CGコードを策定した有識者会議のメンバーは別紙1の通りです。一番大きな声でしゃべりラジカルな改革提案で議論をリードしたのが富山和彦氏で、それに真っ向から対峙して監査役制度を始めとした日本型企业統治の良さを対置したのが日本監査役協会の太田前会長と東証の内田委員という構図が多かったように思います。特に太田さんの奮闘振りは特筆物であったと高く評価出来るでしょう。今回東証出身者をトップに据えた監査役協会が独自の立場からの発信力を高め、制度改革に対して実質的な影響力を発揮できるか大いに注目したいと思います。

個人的にやや奇妙に感じたのは、ソフトローとは言え議論されていることは会社法や金商法の領域と殆ど重なっているにもかかわらず、座長がこの分野に詳しいとも思えない経済学者であり、また商法学者は神田東大教授一人であったということです。うがった見方をすれば学者を入れると、あれこれ議論が長引いて結論がなかなか出ないから排除したのではないか、最初から自民党＝金融庁で予め結論を作っており、有識者会議は形作りであったとの疑念も浮かびます。また、政治主導であったという事実からは、政治と学問の距離の取り方の難しさのような問題も浮かび上がってくるように感じます。正直言って、会社法や監査論の学者から殆ど批判的意見が出てこないことに奇異の念を禁じ得ません。

■総論(序文)

- 我が国の成長戦略の一環
- 「攻めのガバナンス」の実現、健全な企業家精神の発揮
- ステewardシップ・コードとは「車の両輪」～短期主義的な投資行動でなく中長期の投資の促進
- 規範(基本原則、原則、補充原則で構成)の適用の仕方はそれぞれの会社の状況に応じて工夫
- プリンシプルベース・アプローチ(原則主義) vs. ルールベース・アプローチ(細則主義)
- コンプライ・オア・エクスプレイン(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する)
 - 法的拘束力を有する規範でない、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではない
 - 投資側も機械的に評価することは適切でない
 - ひな型的な表現により表層的な説明に終始することは趣旨に反する

総論部分は序文に記述されています。ここで特徴的なのは、会社の迅速果敢な意思決定を促すための「攻めのガバナンス」の実現が前面に打ち出されていることです。これ自体は当然のことですが、ただこれが「ROE」至上主義と経営者の成果主義的評価(取締役会の業績評価機関化 & 役員報酬改革)が結びつくと、結果としてコンプライアンス軽視の経営の跋扈を許すのではないかとの疑念は残ります。

これらの中で、特に重要なのはプリンシプルベース・アプローチ(原則主義)とコンプライ・オア・エクスプレイン(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する)です。プリンシプルベース・アプローチはルールベース・アプローチ(細則主義)の反対概念で、IFRSでもお馴染みです。プリンシプルの趣旨・精神に照らした適切な判断が各社に求められます。形式的な文言・記載ではなく、主体的対応が問われる点が重要なポイントです。聞くところでは、金融庁は経団連を始め関連諸団体に「雛型」を作ることのないように要請したとのこと。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」はやや難しい面がありそうです。コンプライの場合それ以上の特段の対応は不要ですが、コンプライするために特定の事項の開示が求められる項目も存在することに留意が必要です。コンプライしない項目については、理由の説明エクスプレインが求められます。後でも述べますが、エクスプレインについては、コーポレート・ガバナンス報告書において行います。エクスプレインには各社の個別事情に照らした十分な説明が必要です。法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことを想定していることがポイントです。しかし「コンプライ」と「エクスプレイン」は同等なのか、あるいは実質的な半強制的なのかは必ずしも明確ではありません。先程の事務局資料2で改正会社法の社外取締役を置くことが相当でない理由の説明を求める規定がコンプライ・オア・エクスプレイン型アプローチと記載されていましたが、もしそうすると殆ど半強制的に近いという印象があります。

■各論の重要なポイント (参考資料①「CGコード原案 基本原則/原則/補充原則一覧」参照)

基本原則	主な原則/補充原則
1.株主の権利・平等性の確保	<ul style="list-style-type: none"> ・株主総会における権利行使に係る適切な環境整備(原則 1-2) ・政策保有に関する方針を開示、取締役会で検証(原則 1-4) ・関連当事者間の取引に係る適切な手続きの枠組み(原則 1-7)
2.株主以外のステークホル	<ul style="list-style-type: none"> ・様々なステークホルダーに配慮した経営理念の策定(原則 2-1)

ダーとの適切な協働	<ul style="list-style-type: none"> ・社会・環境問題をはじめとするサステナビリティへの対応((原則 2-3) ・社内における女性の活用を含む多様性の確保(原則 2-4) ・内部通報体制の整備((原則 2-5)
3.適切な情報開示と透明性の確保	<ul style="list-style-type: none"> ・役員指名や報酬に関する情報を開示・公表する(原則 3-1)(別紙参照)
4.取締役会等の責務	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の役割・責務①戦略的方向づけ②リスクテイクを支える環境整備③経営陣・取締役に対する実効性の高い監督(原則 4-1.2.3) ・独立社外取締役を少なくとも2名以上選任する(ベストプラクティスは1/3以上)(原則 4-8) ・任意の仕組みの活用(原則 4-10) ・各役員にトレーニングの機会を提供・斡旋する(原則 4-14)
5.株主との対話	<ul style="list-style-type: none"> ・株主との建設的な対話に関する方針(原則 5-1) ・経営戦略や経営計画の策定・公表、収益力・資本効率等に関する目標の提示(原則 5-2)

★監査役及び監査役会の役割・責務(原則4-4)

- ・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である。
- ・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、**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である。**

各論の重要なポイントを押さえておきます。

○諸原則は、5の基本原則、30の原則、38の補充原則で計73あります。全体については、参考資料①に纏めていますので必要あればご参照下さい。基本原則は5項目としてまとめられ、「考え方」が説明され、原則と補充原則が展開する構成となっています。いずれにしろ、73項目への何らかの答えを検討し、準備するのは大変な作業であることは間違いありません。

○前頁にいくつか目につく原則と補充原則を挙げておきましたのでご参照下さい。特に下記は重要です。

- ・独立社外取締役を少なくとも2名以上選任する(ベストプラクティスは1/3以上)(原則 4-8)
- ・政策保有に関する方針を開示、取締役会で検証(原則 1-4) 株の持ち合いへの対応
- ・任意の仕組みの活用(原則 4-10)
- ・各役員にトレーニングの機会を提供・斡旋する(原則 4-14)

○また、追加資料3、4の「開示」を求める諸原則はいずれも重要です。これら11項目は、開示しない理由を書くのは難しいので基本的にはコンプライして開示することになるものと思われます。例えば、原則 1-7(関連当事者間の取引)、原則 3-1(経営陣幹部・取締役の選任、報酬)補充原則 4-11①(取締役会の能力等のバランス)、②(役員兼任)、③(取締役会の実効性)、補充原則 4-14②(役員トレーニング)、原則 5-1(株主との対話)などが注目されます。

○なお、監査役については原則4-4で役割・責務が記述されています。「株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的立場での判断」が強調され、基本は「守りの機能」としつつも、「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」すべきことを述べるなど、十分に評価出来る記述と思います。

その他、監査役に関しては社外取締役との連携、独立社外者のみの会合への参加、任意の諮問委員会での監査役候補の指名、財務・会計に関する適切な知見を持つ者の選任、外部専門家の助言、適切な情報入手、内部監査部門との連携などの項目で言及されています。とりわけ、監査役の選任に関して任意の諮問委員会を活用することは、少なくとも監査対象である経営トップから実質選任されているという監査役制度の最大の弱点である人事的脆弱性の克服に向けて、一定前進し得る可能性を持つものです。その

運用に関しては今後大いに注目する必要があるでしょう。

■特徴

- 短期主義(ショートターミズム)への批判と対応 > 中長期的な企業価値の向上(リーマンショックの教訓)
- 株主以外のステークホルダーとの適切な協働(日本的経営の良さへの配慮)
- 「コンプライアンス」よりは「攻めのガバナンス」を前面に押し出す 適切なリスクテイクを支える環境整備
 - > 「取締役会は、個別の業務執行に係るコンプライアンスの審査に終始すべきではない」
- 経営者問題を正面から取り上げた～執行と監督の分離> 責任の明確化、「決断」を促す、後継者計画、役員報酬改革(インセンティブ)、役員のトレーニング方針

本コードの特徴で重要と思われる点をいくつか挙げておきます。

第一は、短期主義を強く批判して、中長期的な企業価値の向上を重視していること。これは日本だけの特徴というよりはリーマンショックからの重要な教訓であるといえるでしょう。但し、言葉ではそうであっても実際の行動は難しい課題でもあります。

第二は、株主以外のステークホルダーとの適切な協働を強調し、日本的経営の良さへの配慮を示していることです。とはいえ、CGコード全体を貫いているのは株主重視の姿勢であり、これを新たな株主権論という人もいます。新たなという意味は株主＝投資家にも規律を求める点が従来の株主権論と異なるということです。因みにOECDコードとの最大の違いは「(原則5)株主との対話」を追加している点にあります。

第三は、先程も述べた「コンプライアンス」よりは「攻めのガバナンス」を前面に押し出していることです。適切なリスクテイクを支える環境整備が趣旨であることは理解できますが、「取締役会は、個別の業務執行に係るコンプライアンスの審査に終始すべきではない」などの表現がROE重視と相俟って悪用される危険性があることは否定し難いでしょう。

第四は、経営者問題を正面から取り上げていることです。執行と監督の分離をかなり明確に打ち出しているのも、従来日本企業の経営者には重大な問題があり、その経営者を監督する機能が弱かったことが日本企業の業績低迷の主要因であるとの現状認識に基づいています。本コードにおいては、適切なリスクテイクを支える環境整備はするから、果敢な決断をして成果を挙げよ、もしあげられなければ責任を取れということです。その監督は内部者ではなく外部の独立取締役が中心となる一方で、経営者のインセンティブを高める役員報酬改革や優秀な経営者を選抜・育成する後継者計画や役員のトレーニングなどの施策を多く取り上げているのも、経営者問題の重視の表れです。また独立社外取締役を構成員とする任意の諮問委員会の活用によって経営陣幹部・取締役の指名や報酬に係る機能の独立性・客観性を強化する仕組みを奨励するのも、経営者問題への新たな対応策と言えるでしょう。内向き志向の克服という点では共感する部分も多く、今後の具体的展開に期待したいと思います。

とはいえ、日本企業のパフォーマンスが悪いのは、何でもかんでも経営者とその監督の在り方に問題があったからだという議論の流れには、首を傾げざるを得ません。そもそも経営者としてのトレーニングを受けていないかつ資質に欠ける人物がトップになって、企業価値の向上に真剣に取り組まず、自分を守るためにリスクテイクを回避し、問題が起こっても仲間内で庇い合って責任を取らなかった結果、日本企業は稼ぐ力を失い、企業価値を毀損してきたという単純なロジックでは、現実の大多数の日本企業の経営者の実像を的確に把握することはできません。また役員報酬が低く、成果連動になっていないことが、日本企業のROEの低さの大きな要因とする「役員報酬改革」を支える現状認識も、大多数の経営者の真剣な経営努力を蔑ろにするものと感じます。ここが「政治主導の改革」の恐ろしいところです。綿密な事実検証を抜きにした単純なロジックで「敵」抵抗勢力を仕立てあげ、一気に「改革」を進める「劇場型」政治は、企業統治改革にはそぐわない手法です。今回の「成長戦略」を錦の御旗にした一連の改革に、私が感ずる「胡散臭さ」の大きな要因はこの点にあります。いずれは「監査役(制度)」も「敵」に仕立て上げられるかも知れません。

4. パブリックコメントの概要

■監査懇話会パブコメ意見～参考資料②

「法令改正検討委員会」(鈴木委員長ほか)で検討を行った後理事会で承認の上提出した

参考資料②に監査懇話会が提出したパブリックコメント意見の項目を挙げています。法令改正検討委員会は鈴木委員長以下4人のメンバーで、理事の皆さんも加わってかなり熱い議論を経て、意見をまとめました。どうしてもパブコメの性格上そもそも論の展開でなく、提案された原案に対する修正意見が中心になります。あくまで監査役の立場からのかつ監査懇話会メンバーの多くが同意できるものということで、ややマイナーで地味な意見が中心にならざるを得ません。

しかし、先般の会社法施行規則改正案に対するパブコメ意見も同様ですが、監査役や監査委員の「常勤性堅持」、監査役指名での「独立性確保」の主張や監査役監査の実効性を高めるための補助使用人、内部監査部門との連携、企業の社会的責任・コンプライアンス・内部統制重視に係る提案は監査役の組織ならではの見解として意義があります。たとえ修正意見として採用されなくとも我々の見解、立場をアピールする場として重要でありますので、今後とも積極的に意見発信していきたいと思えます。なお、あまりに過激として会の意見としては採用されなかった意見は個人名で提出しましたので、ご興味あればご参照下さい。

■パブコメ全体のまとめ(有識者会議事務局)

- 和英両文で計 121 の個人及び団体から意見の提出あり。
- 寄せられたコメントは、概ね下記のように分類される。
 - ・コード策定に対する賛成・歓迎の意を明らかにしているもの→約3分の2
 - ・コード策定に対する反対の意を明らかにしているもの→数件
 - ・その他(コード策定へのスタンスを示さずにコードの内容について確認を求めるものや、コードの将来的な見直しにコメントするもの等)→約3分の1
- 海外投資家から賞賛の声が多数挙がっている(?)

今回の原案に寄せられたパブコメ意見全体については、有識者会議事務局から公表されています。和英両文で計 121 の個人及び団体から意見の提出があり、「大多数はコード策定に対する賛成・歓迎の意を明らかにしているものだった、特に海外投資家から賞賛の声が多数挙がっている」というまとめですが、甚だしい加減な対応と言わざるを得ません。各団体から各項目に対し寄せられた様々な意見をごく一部をつまみ食いの紹介し回答するだけで、項目ごとの賛否の比率はどうであったか、どんな修正意見があったのかは全く分かりません。金融庁と名前は変わっても旧大蔵省の問答無用のお上体質は変わっていないという怒りのコメントを「いたさん」の名で山口弁護士のブログ「ビジネス法務の部屋」に投稿しておきました。

5. 適用の方法と範囲

■東証上場規則改正(案)

- コードは本年6月1日から適用開始する。
- コードの一部を実施しない場合の理由の説明
 - ・「コンプライ・オア・エクスプレイン」の「エクスプレイン」については、コーポレート・ガバナンス報告書で説明することを求める。
 - ・この説明義務は、市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQ の上場会社全社に課すものとする。
 - ・この場合において、マザーズ・JASDAQ の上場会社については、この説明義務を緩和。
(マザーズ・JASDAQ の上場会社は、「エクスプレイン」の対象をコードの「基本原則」に限定。)
- 説明(エクスプレイン)の時期
 - ・通常コーポレート・ガバナンス報告書は7月中を目途に提出されるが、初年度については、各社準備ができ次第速やかに提出することとし、6月総会の会社は遅くとも年内には全社提出しなければならない

このCGコード原案は「原案」のまま残って、取引所が上場規則を改正して、本コード原案を取り込んだ形で取引所コードを作ることになります。そのために「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の

整備について」案が3/26までパブコメに掛けられていました。その主な内容は、追加の東証資料①②をご覧ください。コードは本年6月1日から適用開始されますが、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の「エクスプレイン」については、コーポレート・ガバナンス報告書で説明することが求められています。対象は市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQの上場会社全社ですが、マザーズ・JASDAQの上場会社はコードの趣旨・精神を尊重する努力義務はあるが、「エクスプレイン」の対象はコードの「基本原則」に限定するという緩和措置が取られています。

通常コーポレート・ガバナンス報告書は7月中を目途に提出されますが、初年度については、各社準備ができ次第速やかに提出し、6月総会会社の場合は遅くとも年内までに提出する必要があります。エクスプレインが適切かどうかを評価するのは東証でなく、株主や投資家です。東証はもしコンプライもしなければエクスプレインもしない会社がある場合は、サンクション制裁を科します。

6. 論点

個人的に重要と思われる論点と若干のコメントを挙げておきますので、是非議論をお願いしたい。

○コーポレート・ガバナンス改革は成長戦略の一環となり得るのか

CGコード制定>コーポレート・ガバナンス改革>企業収益力アップ>経済活性化に繋がるかは実証的には明らかにされていない。市場関係者とのより良いコミュニケーションが企業収益力アップに繋がることも同様であるが、共に良いことであることは殆どの人が認めている。しかし企業統治改革と成長戦略を短絡的に結び付ける議論には疑問が大きい。意地悪く見れば、企業統治は本来どうあるべきかという本質論は二の次であって、とにかく海外投資家の資金を呼び込んで株価を持続的に上昇させること、そのことによりGPIF改革と連動させて年金財政の健全化を図ることがアベノミクスの至上命題になっているのではないか。そのために海外投資家が喜ぶガバナンス体制を導入すると共に、ROEを高めるように経営者に発破を掛けることが優先課題になる。しかしそれは一時的に有効な対策となり得たとしても、幅広いステークホルダーの利益に配慮した「持続的な成長」「中長期的企業価値向上」に本当に繋がるのかが問われることになる。

○米国型モニタリングモデルを志向しているのか

- ・日本型 取締役会が業務執行に関与(マネージング・ボード)はなくなるのか
- ・監査役制度とモニタリングモデルは両立するのか

本コードでは、米国型モニタリングモデルを志向しているとは明言はしていないが、取締役会の監督機能、独立社外取締役の果たす役割を重視する点で、執行と監督を分離する方向を志向し、誘導しようとしているのは間違いない。しかし、いわゆる内部者が中心のマネージング・ボードは、複数の独立社外取締役も活用しつつ、そう簡単に無くなることはなく、基本的には継続していくと予想される。

また本コードでは、監査役制度も正当に役割を記述している点は評価出来るし、監査役制度とモニタリングモデルの両立も否定していない。しかし、社外取締役の選任が更に拡大して行けば、監査等委員会会社への移行は一層進むことが予想される。しかしその場合は常勤者の役割が大きい監査機能をどういう形で維持し得るかが問われることになる。

あれかこれかの二項対立思考でなく、非業務執行役員の連携、独立社外役員を含む任意の委員会の活用、内部監査部門との一層の連携等をうまく組み合わせ、各社の状況に見合った実効性あるガバナンス体制を工夫して構築することが重要であろう。

○「ハードロー」と「ソフトロー」の違いと役割

- ・法律時報江頭論文「会社法改正で会社は変わらない」法令による一律的な義務付けに反対
- ・「ソフトロー」も実質的に強制にならないか

江頭さんは社外取締役に、法令による一律的な義務付けに反対されていたが、ソフトローなら問題ないのか。運用次第では実質的な強制になるおそれはある。

CGコードがソフトローであることの積極的意義を理解して、ガバナンスのチェックリストとして活用しながら、

グローバル市場における自分たちのガバナンスの在り方を主体性を持って自主的に検討し、取りまとめていくことが重要であり、かつ今がその絶好のチャンスである。その検討の上でのコンプライしないという結論であれば、堂々とエクスプレインすることが出来る筈である。

○社内の内向き論理が優先される風土を変えることができるか

「会長にモノを言わない人間が社長になり、社長にモノを言わない人間が取締役になり、取締役にもモノを言わない人間が部長になり……」

社内の内向き論理が日本のコーポレート・ガバナンスの重大な問題であるとの認識では一致できる。本コードの諸条項は、外からは曖昧であった日本の企業ガバナンスを見える化・透明化する効果は非常に大きいと評価出来る。任意の委員会の活用による人事の独立性・客観性の確保や監査役制度への適用もまた大いに検討すべきである。

○「内部統制ブーム」の二の舞にならないか～表面的、形式的対応で本来の目的から逸脱し、形骸化

本来の制度の趣旨と現実の運用実態の乖離と一旦できた制度の改変の困難さはJ-SOXに典型的に見られるものである。J-SOXは形骸化が進み、会社法内部統制制度との整理統合を検討すべき時にもかかわらず、所管官庁と関連業界の既得権が壁となって放置されたままである。今回のCGコードにもいくつかの疑問点や「胡散臭さ」があり、J-SOXの二の舞となる危惧を拭いきれない。最も大切なことは、ひな型をなぞるような表面的・形式的辻褃合わせでなく主体的・実効的に取り組むことである。そのためには、経営者がまずコード全文を読んだ上で、関係部門を集めて総合的に取り組むことが必要であり、ある部門やコンサルへの丸投げだけはしてはいけない。

○政治主導の功罪～誰が喜ぶのか 利権と思惑の交錯「弁護士・会計士・高級官僚・学者・元経営者」

今回のCGコードが成長戦略の一環と位置付けられ政治主導で急ピッチで進められたこと。性急とも言える会議設定も問答無用のパブコメの結果公表も政治スケジュール優先の結果ではないか。本来腰を据えた議論が必要な企業統治改革が時の政権の「成果作り」の道具とされていないか。議論の多いGPIF改革のための「株高」誘導策が最優先される場合、結局中長期的な企業価値やステークホルダー利益は軽視されることにならないか。今回の統治改革で利益を得るのは、社外役員候補たる弁護士、公認会計士、高級官僚、元会社役員たちや役員報酬改革に期待する経営トップ層、株高の恩恵に浴する資産家であり、そうした業界や高額所得層への政治的優遇策ではないか(格差や貧困の拡大、若者の不安定雇用や劣悪な労働環境などの社会状況とのギャップ!!)等々疑念は拭いきれない。

また完全に出遅れた感があるが、監査役経験者の人材プールの本格的構築が必要である。この点では、日本監査役協会をはじめとした監査役関連団体の横の連携が求められるのではないか。

<参考資料>

- ①コーポレート・ガバナンス・コード原案「基本原則/原則/補充原則一覧」
- ②コーポレート・ガバナンス・コード原案に対するパブリックコメントへの意見

<別紙> 有識者会議事務局作成資料

- 1.有識者会議メンバー
- 2.各国のコーポレート・ガバナンス・コード①、 3.各国のコーポレート・ガバナンス・コード⑦
- 4.東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」の概要
- 5.「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版ステュワードシップ・コード>>、 6.独立社外取締役の人数

<追加資料> 東証資料

- ①コードの一部を実施しない場合の理由の説明、 ②説明の媒体・時期
- ③④コーポレート・ガバナンス報告書等での「開示」を求める諸原則一覧

以上

(追記)

先般あるCGコード関連のセミナーに出席し、最後に講師である「有識者会議」の委員の一人に下記質問をしました。

①米国は随分以前から対日要求(年次改革要望書等)において企業統治改革を取り上げて、二人以上の独立社外取締役の義務付けや株主利益の保護に関するベストプラクティスを奨励する上場規則(=CGコード)制定を織り込んできた。米国の狙いはどこにあるのか。

②リーマンショック(金融危機)の教訓は本コードにどう織り込まれているのか。

講師の方は、何でそんな質問をするのかという怪訝そうな表情をしながら下記のような回答をされました。

①米国に聞かないと分からない。

②金融危機は主に米英の金融システムの問題であるので、日本にはあまり関係はない。

という訳で、問題意識のあまりの違いに驚きました。従って、今回の報告内容は世間一般の理解とはかなりずれているおそれがありますので、ご承知おき下さい。