

コーポレートガバナンス・コードの策定に関する意見書
(第3回有識者会議向け)

2014年9月30日 富山和彦

1. 本会議に関わる根本的な問題意識の確認

今回のコーポレートガバナンス・コード策定の背景となっている日本再興戦略改訂版「日本の稼ぐ力を取り戻す」の根本的な問題意識は、我が国の上場企業の多くが、その卓越した技術力、現場力にも関わらず、グローバル競争に立ち遅れ、同じ先進国経済圏である欧米企業からも、長期にわたり成長力、収益力の両面で差をつけられてきた状況の打開にある。

したがって本コード策定の基本射程は、日本の上場企業の「稼ぐ力」(成長力、収益力)を長期的、持続的に高める条件整備にある。その意味で、粉飾決算等の不祥事防止に関わる「守りのガバナンス」だけでなく、「攻めのガバナンス」の強化こそが求められている。

そして「攻めのガバナンス」の要諦は、経営者が、変化を続ける経営環境の中で適時・的確なリスクを取り、社会や様々なステークホルダーの価値との調和を保ちつつ、社内外の抵抗を乗り越えて必要な変革を継続することで根源的な競争力を高め、長期的・持続的な企業価値の向上を行っているかどうかを、然るべき牽制力(例えば経営者の任免への関与)を持って厳しくモニタリングすることである。

例えば監査役制度についても、当該制度が主に「守りのガバナンス」において重要な役割を果たしてきたことは正当に評価すべきだが、同時に、「稼ぐ力」を高めるための「攻めのガバナンス」における制度上の現実的な限界を踏まえつつ、どうやってそれを補うかを本コードに盛り込むことが肝要となる。より具体的には、監査役会設置会社においては、社外取締役の機能強化(監査役、特に社外監査役との役割分担・機能連動を含む)について、高度かつ詳細な記述が、必須かつ重要だということである。

日本再興戦略の一環として行われた、先般の会社法改正における社外取締役導入に関する comply or explain ルールの採用にあたり、法務省令で「社外監査役が存在が社外取締役を置くことが相当でない理由にはならない」旨、明記される予定であることは、同様の趣旨からである。

2. 本コードの適用範囲（前回、途中退席だったのでコメントする）

本コードの適用範囲は、できるだけ多くの上場企業に広げるべきことは当然だが、その一方で、本コードが現状の改善、向上を目的とする以上、あくまでも高い水準のコード策定を第一優先順位とすべきであり、適用範囲を広げるためにコードの水準を下げるような本末転倒なことは絶対にあってはならない。

上場企業約 3500 社は、言わば全国に約 240 万社あるとされる株式会社の上位 0.14%の超エリート企業群である。かかる選りすぐられた企業が高い水準のコーポレートガバナンスを求められるのは、企業の公器性に鑑みて、本来、当然のことである。したがって高い水準のコードを策定した上で、東証第一部上場企業（約 1800 社、株式会社総数のわずか 0.08%の超スーパーエリート企業群）はもちろん、できるだけ多くの上場企業を対象とすべきである。

コードの水準を維持するために、万が一、一部の上場企業を適用対象にできない場合、適用対象外の企業においても、個別企業の自発的意思で本コードに **comply** し、それを開示できる仕組みを採用すべきである。

3. 株主の権利、株主の平等性

（1）総論

コーポレートガバナンス・コードの枠組みは、株主の権利を保護し、その行使を促進することを重要な目的の一つとするが、短期的な利益を追求する株主を保護するような株主至上主義であってはならない。本コードが短期指向の株主によって悪用されないために、企業の持続的な成長を支える長期的な株主一般の権利こそが保護されるべきであることを明記するべきである。

もっとも、企業の経営陣が、短期的な株主は保護の対象ではないと言って、株主との建設的、価値協創的な対話を放棄することは許されない。本コードは、株主との対話を促進する方向で策定されるべきである。そのために、経営陣は株主との間の情報の非対称性を解消するよう努めるべきである。

(2) 議決権の行使

議決権の行使は株主の最も基本的かつ重要な権利であり、かつコーポレートガバナンスの最終防波堤となるべき共益権である。それを有効に行使できる責務を取締役会は負担するべきである。

具体的には、集中日を避けて株主総会を開催することが求められる。

また、株主総会の招集通知は、株主総会の 20 営業日前までに発送することが求められる。株主保護のために行われる監査期間の確保を理由に招集通知の発送を遅らせることは本末転倒である。

さらに、招集通知の発送時期を早めるだけでなく、株主に対して十分な情報を開示されるよう工夫するべきである。例えば、ウェブサイトを利用した早期の情報開示や、株主総会前に有価証券報告書を開示することなどが求められる。

取締役・役員・経営者の報酬に関する総会決議のあり方について、我が国の社会風土の実態を踏まえた時、より重要かつ実効的な課題は、決定メカニズムの客観性、透明性の確保である。監査役会設置会社や監査等委員会設置会社においても、社外取締役が過半数（社外社内同数の場合は、議決が賛否同数時の決定権を持つ委員長を社外取締役が務める）を占める報酬委員会を設置し、そこで実質的に決定することが求められるべきである。そして、報酬委員会が定める取締役・役員の報酬の決定方針、メカニズムについては、株主に対して開示されるべきである。

(3) 株式の持ち合い

上場企業同士（上場企業の非上場グループ企業による場合も含む）の株式の持ち合いは、コーポレートガバナンスを弱体化する一因として指摘されるが、問題とされるべきは、株式の持ち合いそのものではなく、それが長期的・持続的な企業価値の向上に対してベネフィットとコストの関係で合理性があるか否かである。例えば DIP 状態に陥っている企業の再生に際して、メインバンクが一時的に当該企業の株式を保有して再生のイニシアティブを取るようなケースは典型的に合理性が認められる。

かかる特殊な類型を除くと、一般に持合いは何らかの取引関係を背景にしており、企業としてのベネフィットは、相手企業の安定長期株主になることで、取引関係の強化、長期化、安定化できるとされる。

しかし、この構造は、政策保有株式については「物言わぬ安定与党株主」になることを暗黙の前提としており、コーポレートガバナンスにおける重大な空洞を生ぜしめるリスクを伴う。議決権は「共益権」であり、一般の少数株主を含む企業に関わる他の利害関係者に対する義務、責任を伴う。その意味で、相当数の株式保有を前提とする政策株保有に伴う企業の責任とリスクは小さくない。特に、取引関係という特定株主固有の重大な利害関係を背景に相当量の株式を保有していることは、株主一般の利益、特に少数個人株主との関係で重大な利益相反性を生じるリスクがある。

実際、筆者が経験した某航空会社の事例など、過去の上場企業の破綻事例で、明らかな業績悪化、経営の失策が重なっている状況でも、破綻直前の株主総会で、政策株保有株主のほとんど全てが、取締役の選任を含む会社側提案に賛成票を投じている。

加えて、相手方の株式価値が順調に上昇しなければ、無駄な資本が寝ることによる資本コストが発生する上に、株価の上下動というリスクを抱えることにもなる。

上場企業は、広く一般の株主から資金調達を行い、その資金を事業という形で運用しているのであるから、機関投資家と同様に受託者責任を負っていると見える。したがって、株主の中長期的な投資リターンの拡大を図るべく、スチュワードシップ・コードと同様の規律が潜在的に働いているとみるべきで、かかる観点からは、こうしたコストやリスクは決して小さいものではない。

そこで、企業は、受託者責任を果たすため、当該持ち合いが、企業価値の長期・持続的な向上にとって、ベネフィットがコストを上回ることを株主に対して明確かつ個別具体的に説明・開示する責任を負うと共に、政策保有株式の議決権行使と行使結果の公表に関する基本方針を決定し、開示することも求められる。

また、政策株保有株主が共益権たる議決権を行使する場面においては、株式保有先の少数株主の利益と自社の取引関係上の利益が相反することから生じるリスクについて、保有先企業の一般株主および自社の一般株主に対して、当該共益権行使の合理性、正当性を説明すべきである。

(4) 株主の平等な取扱い

既に述べた通り、株主は、共益権、すなわち他の株主一般の利益やステークホルダーの利益に影響を与える議決権の行使にあたり、共通の利益である企業の持続的な成長に対して責任を負うべきであり、特に大株主は、その短期的な利益追求によって、他の少数株主の利益を害してはならない。

したがって、大株主が、共益権たる議決権行使において、他の少数株主の利益に対して直接的な責任を負うことを確認すべきである。また、大株主と企業との間で、少数株主との利益相反を生ずるおそれがある取引や議決権行使が行われる際には、少数株主の利益が犠牲にされないよう配慮すべきである。

4. ステークホルダーとの関係

コーポレートガバナンス・コードは、企業の長期的・持続的な成長を支えるものであるべきである。この前提に立てば、株主（長期的な成長に資する株主）と従業員、顧客、取引先、地域社会その他のステークホルダーの利益が究極的に相反することはない。

したがって、企業の長期的な企業価値の向上に向け、株主以外のステークホルダーの利益を考慮することが明記されるべきである。

また、企業は、従業員を含むステークホルダーは、取締役会や独立取締役に対してアクセスすることができるよう工夫するべきである。

他方で、「女性の活用を含めた、社内体制におけるダイバーシティーの確保」については、取締役会の構成の部分でも記載するべきと考えるが、重要な課題である。我が国の企業の多様化は進んでおらず、これが競争力を失った一つの要因と考えられる。

したがって、取締役候補者を決定するに際しては、男女比率、年齢、国籍、経歴、技能その他取締役の多様性に配慮することを求めるべきである。

以上