

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5回有識者会議向け)

2014年10月31日 富山和彦

1. 取締役会の役割・機能 (第4回有識者会議の補足)

英国のコーポレートガバナンス・コードに記載されたとおり、コードは、「優れたガバナンスに共通する根本原則」、すなわち高い標準たるベスト・プラクティスを示し、企業に対して、それを実施するか、又は実施しない場合には他の手段によってより優れたガバナンスが達成されること(それによって、持続的な企業価値が向上すること)の説明を求めるものである(コンプライ・オア・エクスプレイン)。

したがって、そもそもエクスプレインさえ行えば、個社の自由は大前提となっているソフトなルールである。だからこそ、我が国のコードを策定するに際しては、コーポレートガバナンスの高い標準たるベスト・プラクティスを示すべきである。

ところで、第4回有識者会議において、モニタリング型(監督型)の取締役会は万能ではないのではないかと、あるいは現在の会社法の構造においては、監査役会設置会社の取締役会はマネジメント型(業務執行型)であり、モニタリング型をベスト・プラクティスと理解するのは難しいのではないかとという議論があった。

もとより、監査役会設置会社が、取締役会の機能について完全なモニタリング型を想定していないことは自明であるが、他方で取締役会が代表取締役の選解任権を持っていることと、先般の社外取締役に関する会社法改正の趣旨に鑑みれば、取締役会はマネジメント機能のみで、モニタリング機能をもっぱら監査役会に委ねているわけでもないことも明白である。

前回の議論で他の委員が指摘されたように、監査役会設置会社の取締役会はマネジメント型とモニタリング型のハイブリッド型を採用している。そして、モニタリングについては、取締役会が主に「攻め」を、監査役会が主に「守り」を担っているというのが自然かつ理解しやすい解釈である。

したがって、コード策定上の本質的な論点は、ハイブリッド型の取締役会においてモニタリング要素とマネジメント要素のバランスをどこに置くかであり、世界はまさにその点に我が国のコーポレートガバナンス改善の鍵があると認識している。

なお、ここで「攻め」とは企業がビジネスのアップサイドチャンスを的確かつ持続的に収益化していくことを指し、「守り」とはダウンサイドリスクを極小化していくことを指している。したがって監査役会がダウンサイドリスクに関する妥当性の領域に踏み込むことは当然ことであるし、知見を有する監査役がアップサイドチャンスに関わる経営の在り方について意見を述べることはまったく否定されていない。

そして、今回のコードの議論においては、万能唯一の型を模索しているわけではないことは、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨から明らかであり、あくまでも国内外の投資家やステークホルダーから一般的にベスト・プラクティスとして受け入れられる標準モデルを定めようとしている。

この点、まずマネジメント要素に重心を置く取締役会は、業務執行者が監督者でもあるという利益相反を内在する仕組みである。したがって、国内外の投資家やステークホルダーからは、この取締役会がベストプラクティスであるとは支持されていない。

また、多くの日本企業がマネジメント要素に重心を置く取締役会を採用していた中で、日本企業は、超長期にわたり、収益力、成長力、雇用吸収力などを維持することができず、世界的な地位は大きく低下してきた（添付資料参照）。このような日本企業の地位の低下に鑑みれば、従来のマネジメント要素に重心を置く取締役会を前提とするコーポレートガバナンスが成果を上げられていないことは明らかである。繰り返しになるが、だからこそ、本年の日本再興戦略改訂版で、わざわざ新たに「攻め」のコーポレートガバナンス改革が中心テーマとして明記されたのである。

他方で、モニタリング要素に重心を置く取締役会（委員会等設置会社だけでなく、監査役会設置会社において業務執行と監督の分離が最大限図られているハイブリッド型のプラクティスを含む）については、投資家やその他のステークホルダーからの評価も高く、かつまた世界の趨勢でもあり、今の日本において目指すべきベスト・プラクティスであることは明らかである。

なお、マネジメント要素に重心を置く取締役会の方が適する企業が存在することは否定しないが、そのような企業は、コンプライ・オア・エクスプレインのルールの下、合理的かつ具体的な理由を、正々堂々と説明することで対応すべきである。この「エクスプレイン」の困難性を指摘する声もあるが、もし上場企業の経営者ともあろう者が、コーポレートガバナンスに関

わる基本方針のような、会社としての根本中の根本方針について、自らのポリシーを世の中に対して「エクスプレイン」する自信がないとしたら、それこそトップとしての資質が根本的に疑われると言わざるを得ない。

2. 取締役会等の責務（うち、構成・機関設計・手続等）

（1）独立社外取締役の役割

上記の通り、取締役会は主として「攻めのガバナンス」を、監査役会は主として「守りのガバナンス」を担うべきである。

したがって、取締役会の構成員である独立社外取締役は、主として、企業の持続的な成長力・収益力を高めるという「攻めのガバナンス」の役割を果たすべきである。攻めのガバナンスの要諦は、人事権の行使（具体的には、選解任・報酬の決定）である。また、取締役会は、持続的な企業価値の向上に向けて経営システム全体が的確に機能しているか否かを監督すべきである。念のため付言すると、取締役会には、個々の経営判断の是非を採点することが求められるわけではない。

したがって、独立社外取締役の中心的な役割は、上場企業の公器性と長期的な価値創造の観点から、経営陣の選解任・経営システム全体の評価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である。もちろん、経営効率の向上させるための助言、利益相反の監督、株主等の意見の反映なども独立社外取締役に期待される役割である。

（2）独立社外取締役の要件・資質

独立社外取締役は、当該企業や関連産業に関する深い知識を欠くから、上記の役割は期待しえないとの指摘もある。

しかし、上記の独立取締役に求められる経営の監督は、当該企業の出身者や関連産業に詳しい者でなくても、組織運営・経営の経験を有する者や社会の規範感覚とそのトレンドについて相応の見識を持っている者が、当該企業の適切なサポートを受ければ、十分に可能である。むしろ、当該企業や業界に存在する常識やしがらみにとらわれることのない「あえて空気を読まない（KY）」発言は独立社外取締役にこそ果たし得る役割である。

なお、独立社外取締役自身も研鑽を積んで当該企業や業界について知識を深めなければならない。

(3) 独立性基準

「攻め」「守り」いずれの局面においても、代表者をはじめとする経営陣からの独立性を確保する必要性は高い。なぜなら、「守りのガバナンス」の場面では代表者をはじめとする経営陣の不祥事を防ぐために、「攻めのガバナンス」の場面では経営陣にとって不都合な選択の先送り（例えば、当該経営陣の出身事業部にとってデメリットのある決断をしないなど）をさせないために、取締役会が代表者及び経営陣から独立していることが求められるからである。

もっとも、我が国においては、企業経営者が希少人材であることにも鑑みると、独立性基準が厳格に過ぎると、独立社外取締役の人材供給が追い付かない可能性は否定できない。この点、現在、東京証券取引所が定める独立性基準は、例えば「主要な取引先」に該当するか否かは、企業が判断するものとされており、人材供給に一定の配慮がされていると考えられる。このようにガバナンスレベルを現実に向し向上するには、独立取締役の成り手個人の実質的なレベルをより重視すべきで、直ちに厳格な形式基準を定めるのではなく、各企業の事情に応じて柔軟に判断できる余地を残すべきである。

もっとも、企業は、自社の合理的な独立性判断基準と各人の独立性に関する情報を開示し、透明性を確保する必要がある。適切な情報開示が行われているのであれば、役員選任の場面では、株主は直接議決権を行使することによってガバナンスを効かせることが可能である。換言すれば、株主は企業が開示する情報を精査し、責任ある議決権行使を果たさなければならない。

(4) 取締役会の多様性

前回の意見書にも記載した通り、日本型経営の特徴である年功序列と終身雇用などによって、日本企業の取締役会や経営陣は、均質的な人材で構成される傾向がある。

したがって、取締役会及び経営陣の構成においてダイバーシティの確保に配慮すべきことは、日本企業が注力すべき重要な経営課題である。

現在、女性の割合が少ないことは注目されているが、それだけではなく、日本企業においては、内部昇格が多いこと、他企業での経験のない経営陣が多いこと、外国籍の経営陣が少ないことなどダイバーシティの確保は遅れている（添付資料参照）。

したがって、これらの日本企業の現状を打破して稼ぐ力を取り戻すべく、取締役会は、性別、年齢、国籍、技能、経歴など、ダイバーシティの確保を

進めていくべきである。

(5) 取締役会の適正規模

取締役会での議論の質とスピードを高めるためには、取締役会の人数は限定していくべきである。特に、我が国の大企業においては、一般的に、終身雇用制度の下で、雇用流動性が低い。その結果、長年、企業に貢献した従業員を処遇する誘因が働き、取締役会が肥大化する恐れが高い。

また、人事権の行使や経営システム全体の評価といった取締役会が果たすべき中心的な機能に鑑みれば、取締役の数を限定しても問題はない。むしろ限定された方が、取締役会のコンセンサスを形成しやすくなり、より役割を果たしやすくなる。

したがって、取締役会の適正規模は10名という基準を掲げるべきである。

他方で、執行役員の数や企業の事業内容や規模などに影響されるので、それに応じた数の執行役員が選任されるべきである。なお、我が国においては、取締役の方が執行役員よりも地位が高いという誤った認識が根付いていると思われる。役割分担が違うだけで両者に序列はないし、執行役員の方が多額の報酬を受け取ることも当然有り得る。この点をコーポレートガバナンス・コードに盛り込むことによって誤った認識を修正するべきである。

(6) 独立社外取締役の数等

ムラの空気に支配されやすい日本人（特にサラリーマン）の特徴に鑑みれば、独立取締役が「あえて空気を読まない（KY）」発言を行うことができる環境を整備することが必要である。

したがって、後述する指名諮問委員会・報酬諮問委員会においては、過半数が独立社外取締役によって構成されるべきである。これに加えて、取締役会自体の環境を整備するためには、取締役会全体の3分の1以上が独立社外取締役であるべきである。

(7) その他の取締役会の構成に関する留意点

業務執行と監督の分離という視点からは、社内昇格の取締役であっても執行役員とは兼務するべきではなく、多くとも執行役員を兼務する取締役は2分の1以下にするべきである。

また、日本企業の中には、取締役社長から取締役会長に退いたにも関わら

ず、経営の実権を保持し続けている場合も少なくない。このため、権限と責任の所在が不明確になる、密室での不透明な意思決定が行われるなどの弊害が生ずるおそれがある。したがって、会長職を設置する企業は、その権限や責任を明文化しなければならないこととすべきである。

3. 運営、委員会、トレーニング等

上述のとおり、独立社外取締役の客観的な発言を促す環境を整備することが重要であり、そのためには、取締役会議長は、執行役員を兼務しない取締役が務めるべきである。

また、「攻めのガバナンス」の要諦である人事権の行使の場面では、特に客観性を担保する必要がある。したがって、監査役会設置会社及び監査当委員会設置会社であっても、過半数が独立社外取締役に構成される指名諮問委員会・報酬諮問委員会を設置するべきである。また、指名諮問委員会・報酬諮問委員会の議長は独立社外取締役が務めるべきである。

なお、指名諮問委員会・報酬諮問委員会は委員会設置会社と異なり任意の諮問機関であるが、仮に取締役会が両委員会と異なる決定を下すときには、株主その他のステークホルダーに対して十分に情報を開示し、異なる決定の合理性を十分に説明しなければならないこととすべきである。

他方で、コーポレートガバナンスの強化を図るために、任意のコーポレートガバナンスに関する事項を協議・諮問する独立委員会を設置することも有効な手段である。その際に、独立社外取締役と独立社外監査役は、委員会を構成するメンバーとして有力な選択肢である・

4. その他（ホールディングカンパニーのガバナンス）

近年、ホールディングカンパニーの下の事業会社での不祥事が発生した。この原因の一つには、ホールディングカンパニーの事業会社に対するガバナンスが機能していなかったことがあると考えられる。そもそもホールディング制を採用する企業グループにおいては、最も力のある事業会社が影響力を行使し、その事業会社に実質的な人事権が委ねられている疑いもある。

ホールディングカンパニーの数は年々上昇しており、今後は、ホールディング制の採用によってガバナンスが空洞化しないよう検討しなければならない。したがって、今後、コーポレートガバナンス・コードを見直すプロセスの中では、この課題についても検討することを明記するべきである。

以上

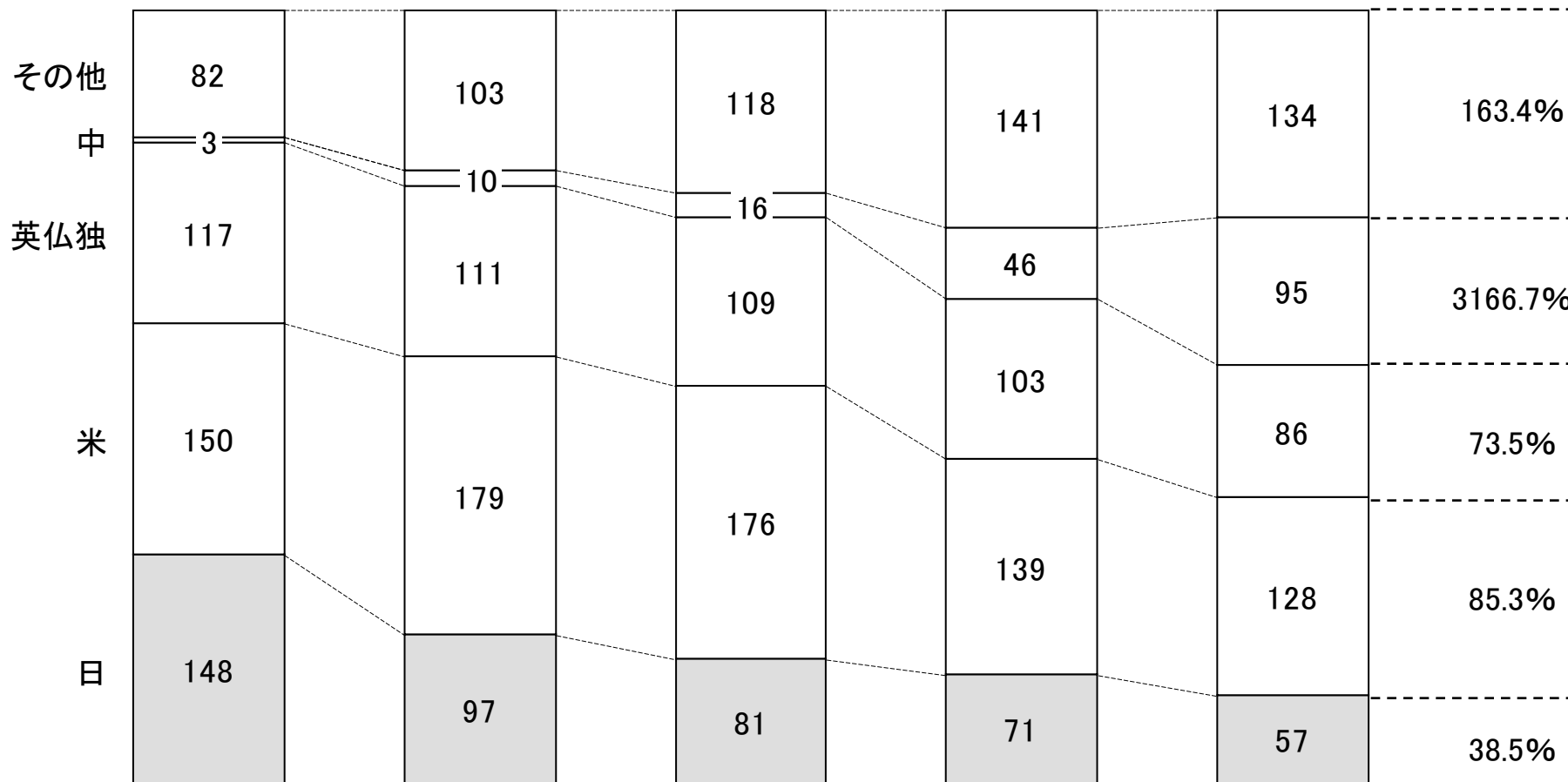
添付資料

フォーチュングローバル500社



◆ フォーチュングローバル500社にランクインする日本企業の割合は大幅に減少(1995年比で38.5%)

フォーチュングローバル500社の国別構成



出所: Fortune 1995

2000

2005

2010

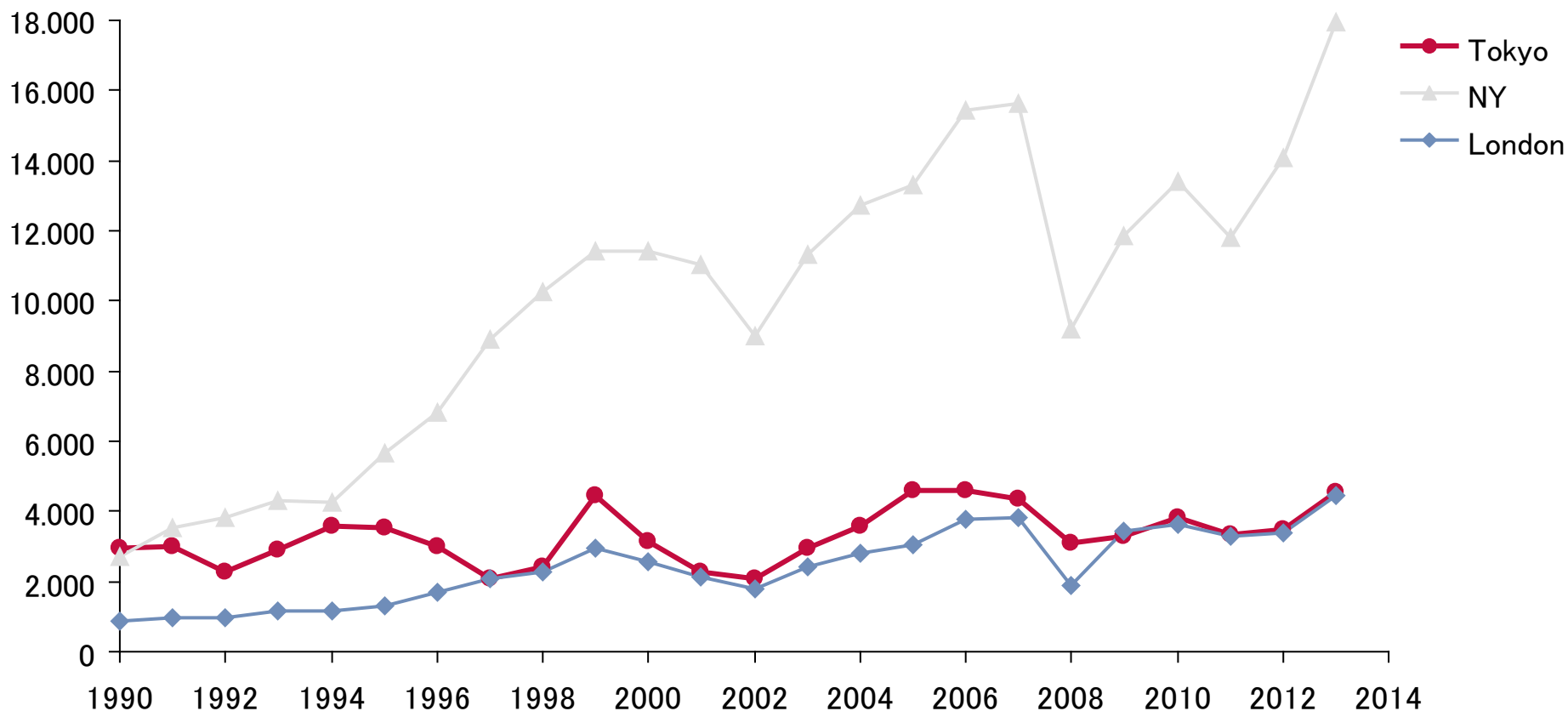
2014

1995年比

時価総額の推移

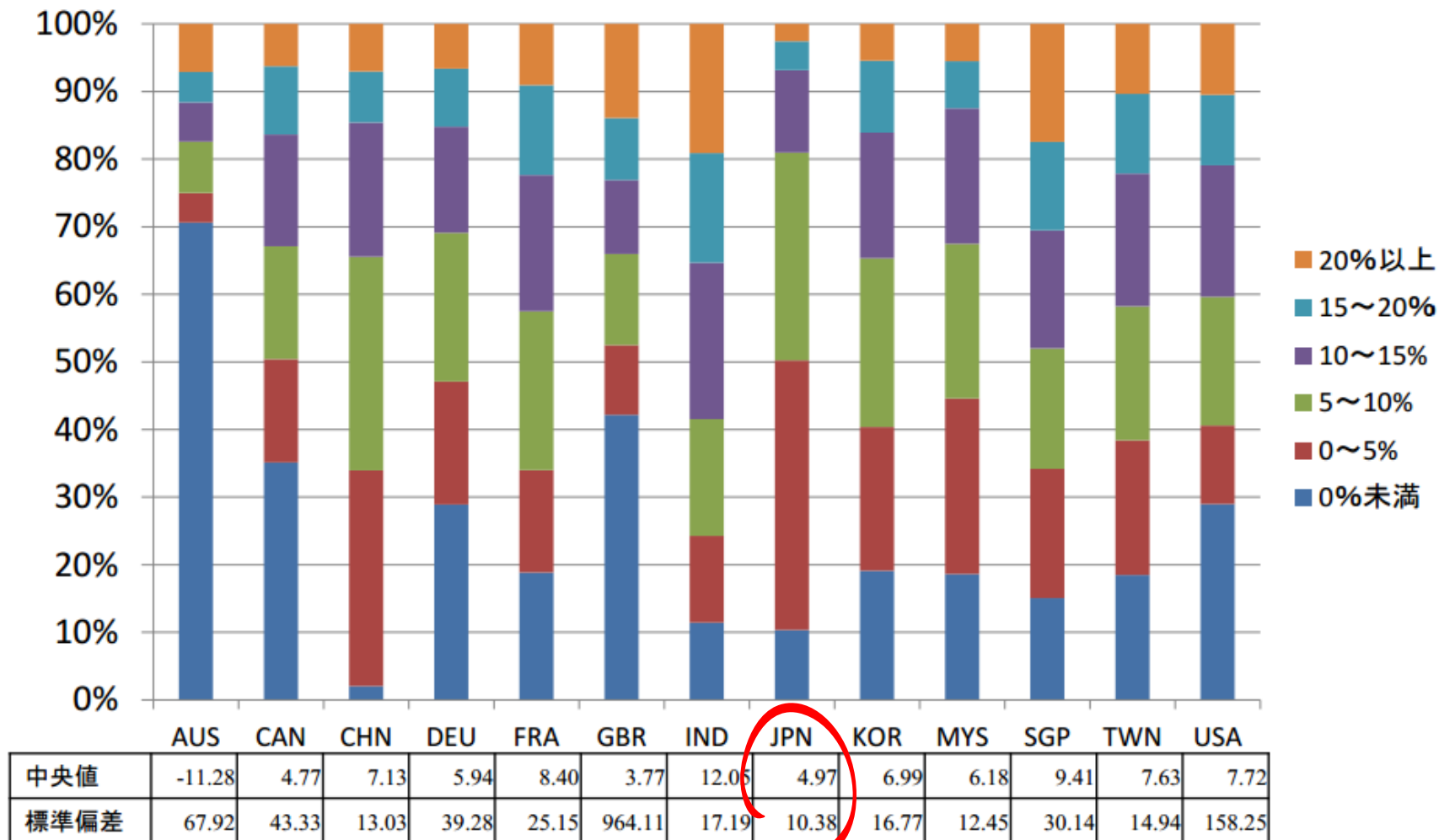
- ◆ 1990年と2013年の時価総額を比較すると、ニューヨーク証券取引所は667%、ロンドン証券取引所は521%であるのに対して、東京証券取引所は155%に過ぎず、日本のみ成長が鈍い

主要な取引所における時価総額の推移



ROEの国際比較

◆ 日本企業のROEは低水準にあり、10%以上の企業の割合は低い



出所: 一橋大学 加賀谷哲之「コーポレート・ガバナンス開示の意義と役割」

※Compustat Globalデータベースより各国の2000-2010年の各社のデータをベースに各社の過去10年間の中央値を算出。図表では各社中央値の分布を示している。

日米欧の資本生産性分解

◆ デュポン式のROE分析によって日米欧を比較すると、日本企業の低ROEの原因は低い利益率にあると考えられる

		$\frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}}$	=	$\frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}}$	×	$\frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$	×	$\frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$	
		ROE		売上高純利益率		総資産回転率		財務レバレッジ	
日本	製造業	4.6%		3.7%		0.92		2.32	
	非製造業	6.3%		4.0%		1.01		2.80	
	合計	5.3%		3.8%		0.96		2.51	

米国	製造業	28.9%		11.6%		0.86		2.47	
	非製造業	17.6%		9.7%		1.03		2.88	
	合計	22.6%		10.5%		0.96		2.69	

欧州	製造業	15.2%		9.2%		0.80		2.58	
	非製造業	14.8%		8.6%		0.93		3.08	
	合計	15.0%		8.9%		0.87		2.86	

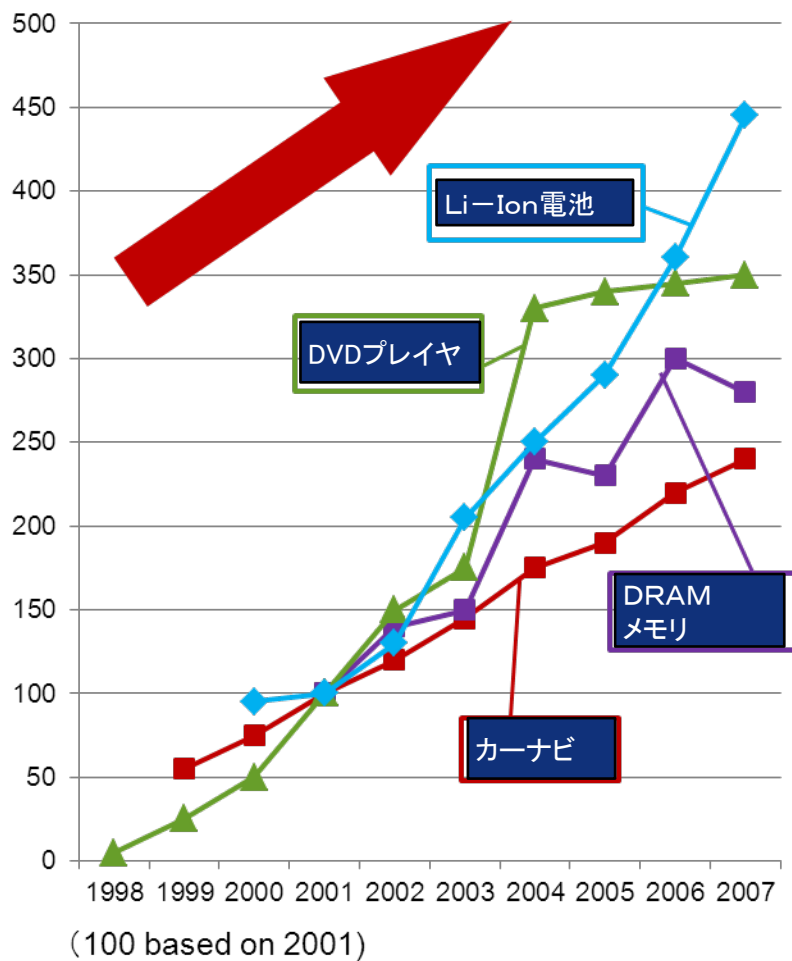
出所:「持続的成長への競争力とインセンティブ ~企業と投資家の望ましい関係構築~」プロジェクト(伊藤レポート)(みさき投資株式会社分析(メリルリンチ神山氏の初期分析を基に、Bloombergデータを分析加工))

注1)2012年暦年の本決算実績ベース、金融・不動産除く

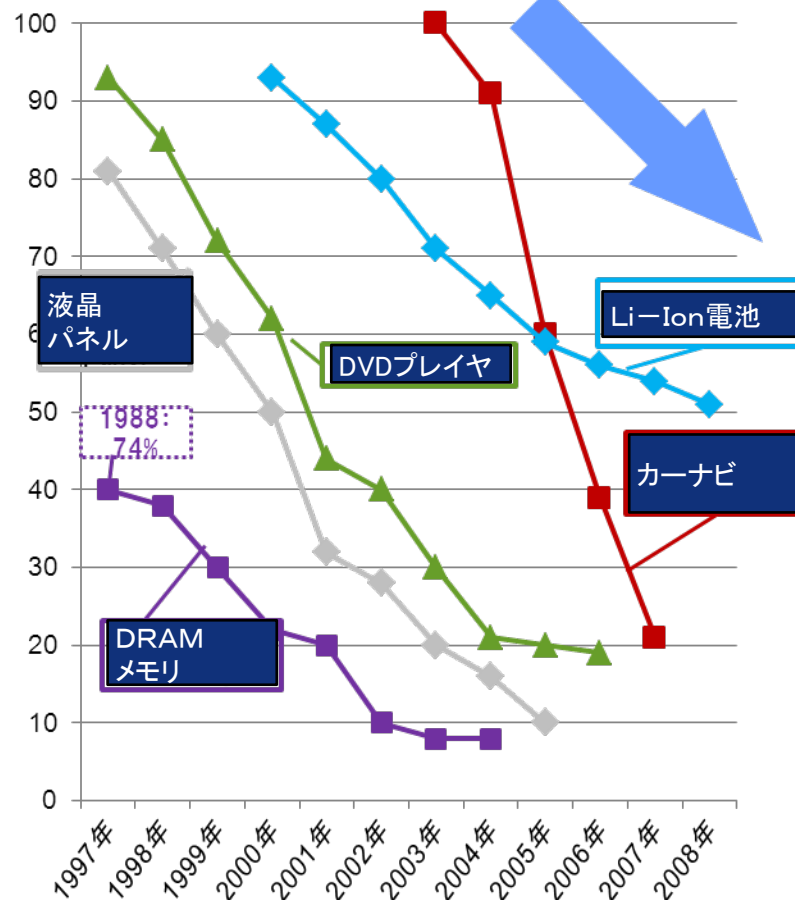
注2)対象=TOPIX500、S&P500、Bloomberg European 500 Index 対象の企業のうち、必要なデータを取得できた企業

日系企業の課題(経済産業省の資料より)

徐々に伸びる世界経済

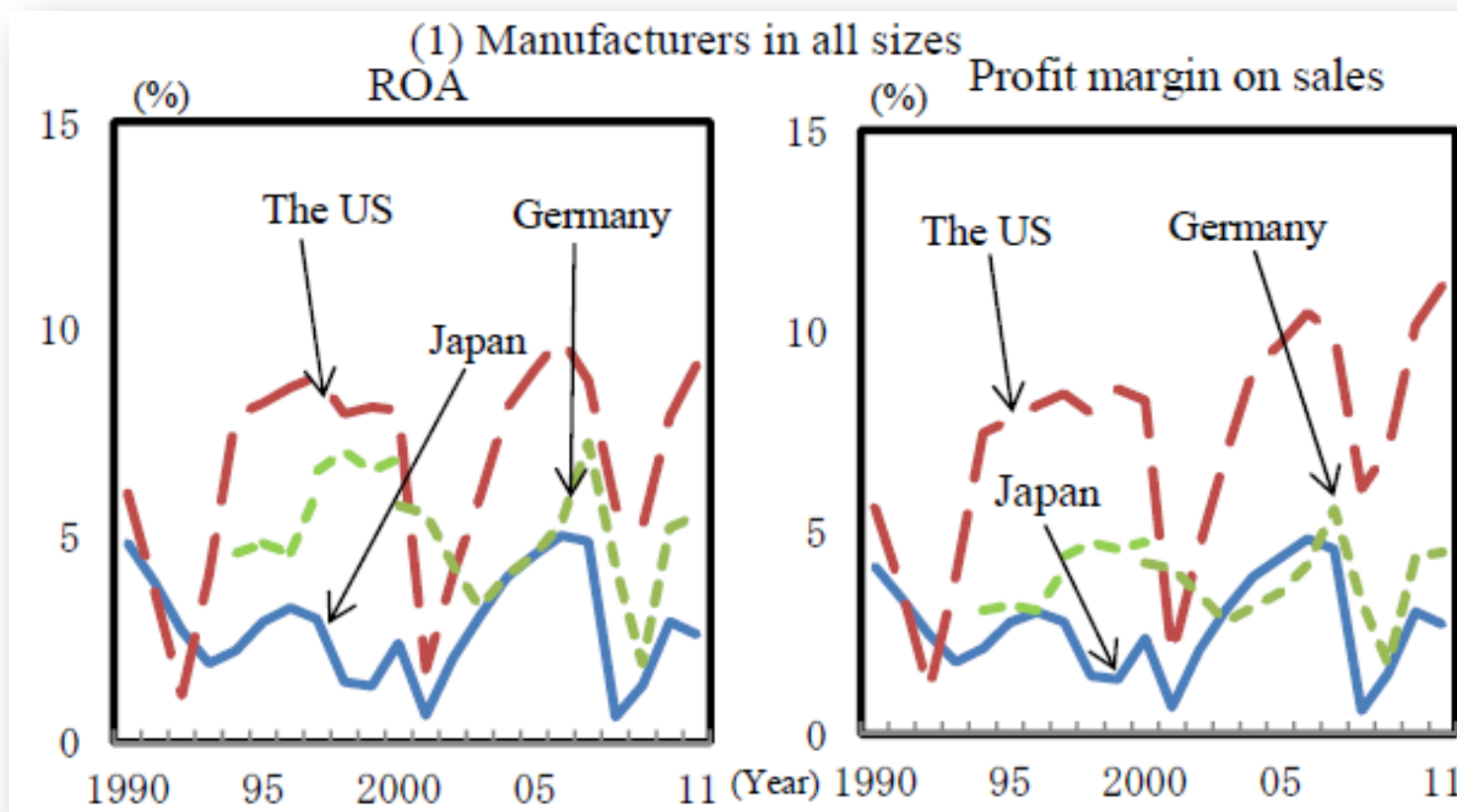


日系企業の市場占領率の低下



(Source) Industrial Structure Council, Industrial Competitiveness Committee (extract from METI 2010)

製造業におけるROAと売上高利益率の推移

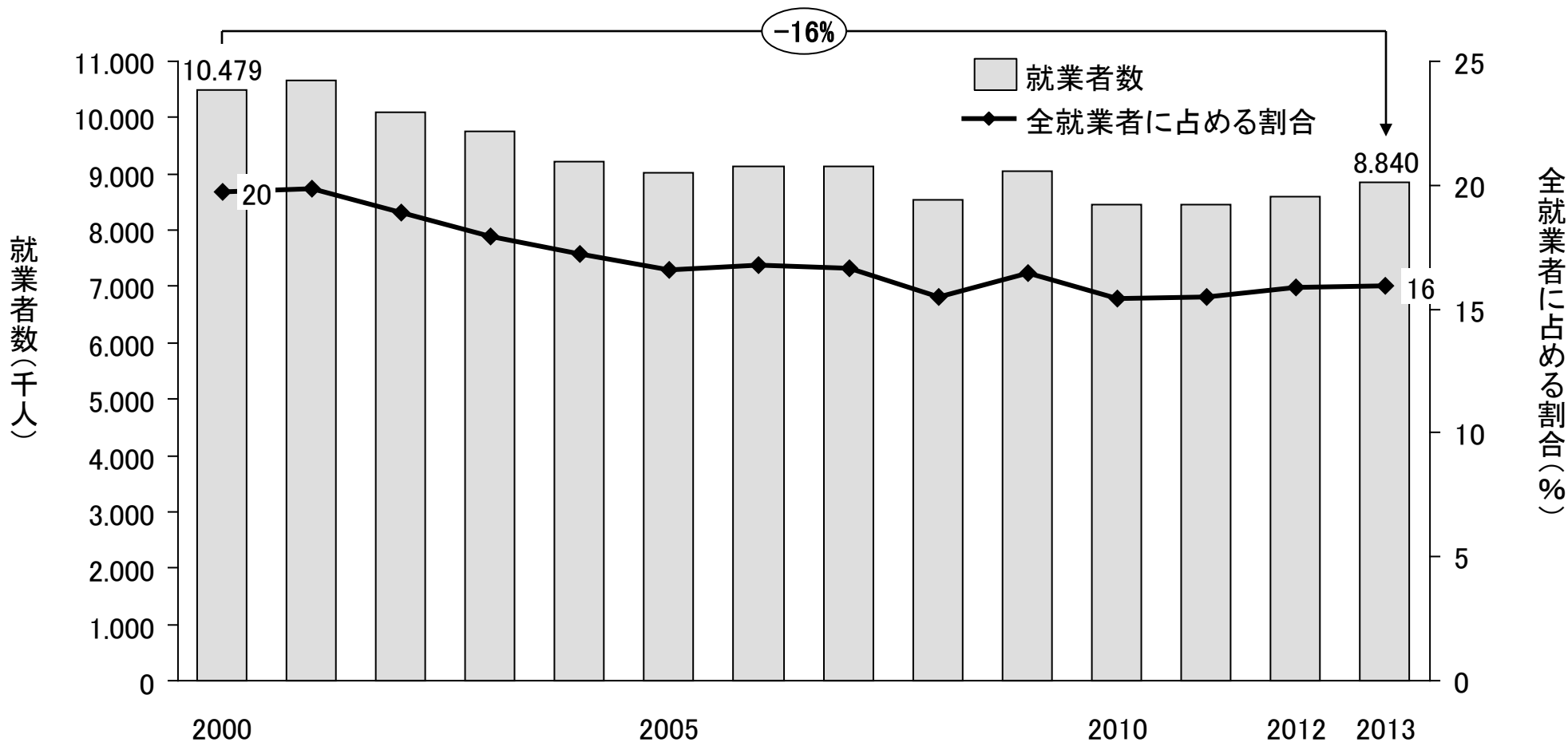


Source: Annual Report on the Japanese Economy and Public Finance 2013

就業者数の推移

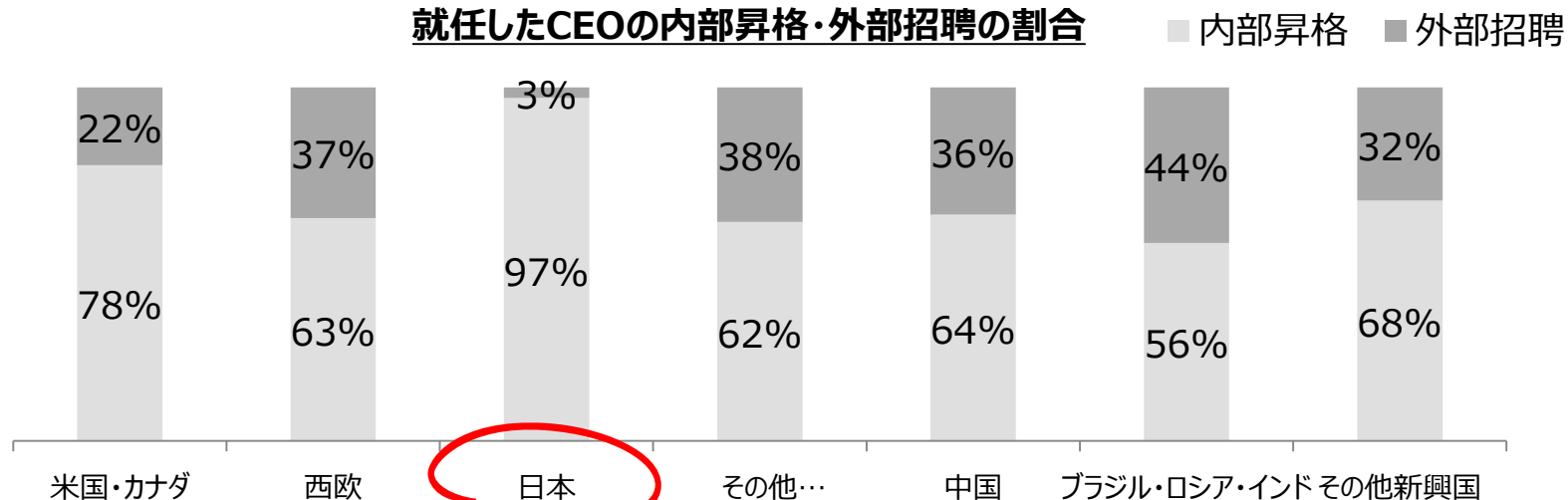
- ◆ 資本金10億円以上の企業(その多くは上場企業)における就業者数は、2000年以降大幅に減少し、全就業者に占める割合も大きく減少している

資本金10億円以上の企業における就業者・割合の推移

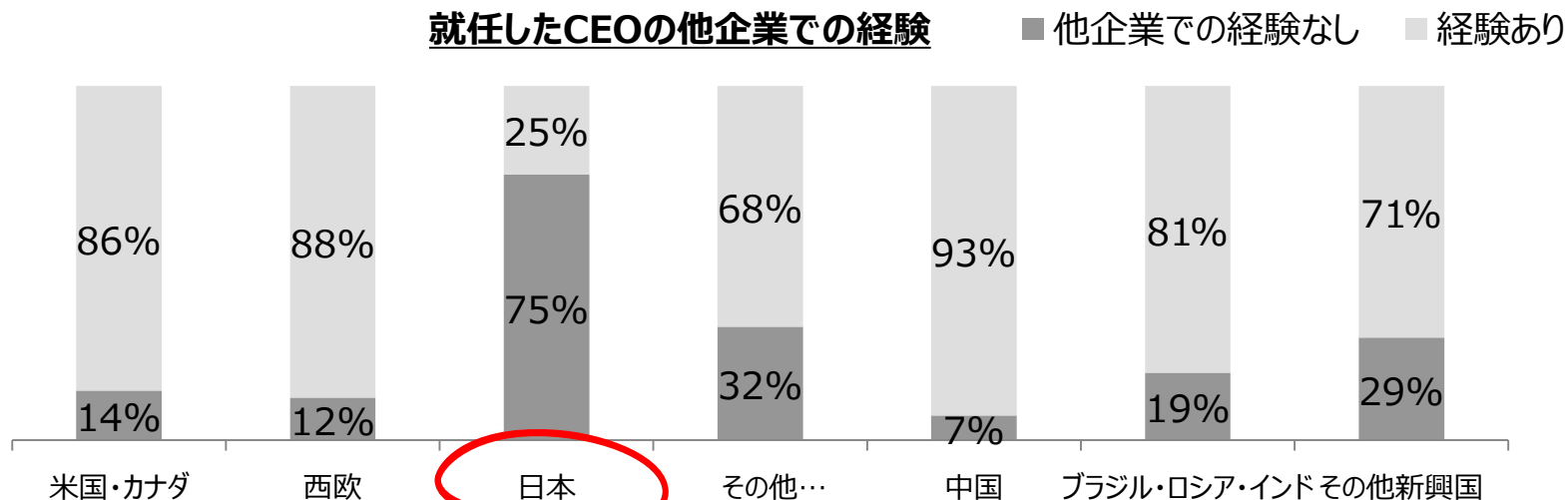


経営者の内部昇格率

就任したCEOの内部昇格・外部招聘の割合



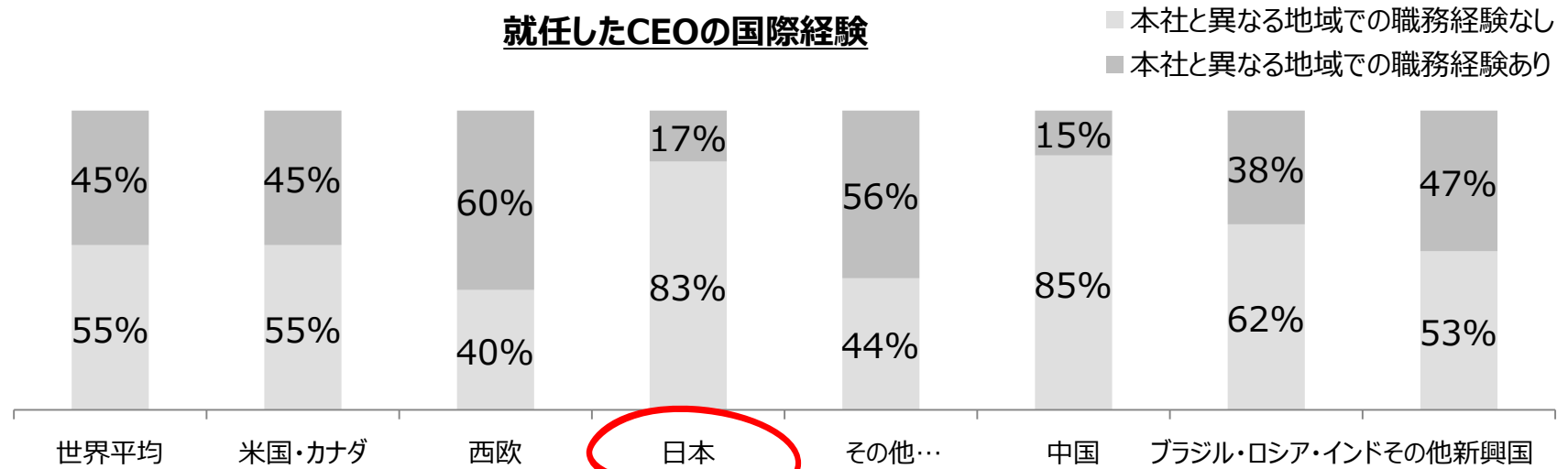
就任したCEOの他企業での経験



就任したCEOの国籍（2009～2012年）



就任したCEOの国際経験



就任するCEOの平均年齢

就任するCEOの平均年齢

