

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7回有識者会議向け)

2014年11月25日 富山和彦

今回はコーポレートガバナンス改革においてもっとも重要な論点が議論の対象となる。そこで私は、いわゆる主要経済3団体の一つである経済同友会副代表幹事と言う立場も踏まえ、経済人、産業人を代表する立場にいる者の一人として、先日、経済同友会として本コーポレートガバナンス・コード策定に対して正式に表明した意見書<sup>1</sup>(本意見書)にも添いつつ、今回の論点に関する意見を表明する。

1. 総論

まず、総論として、本意見書でも明らかなように、真に改革的なコーポレートガバナンス・コードの策定が、企業の「稼ぐ力」をエンジンとした持続的経済成長を生み出す、アベノミクスのコア中のコア戦略を構成していることは、多くの経済人に共有されている。

すなわち、先行したスチュワードシップ・コードの制定、異次元の金融緩和による円高是正、そして同時進行中の GPIF 改革や法人税改革と並んで、日本企業の稼ぐ力を押し上げること及び株価を長期安定的に上昇させることを通じて、企業業績の向上⇒資本と労働の生産性向上⇒賃金と家計資産向上⇒消費向上⇒投資向上という好循環を生み出すための必須の重要政策課題の一つと認識されている。

裏返して言えば、本日、議論される重要な論点について、本コードの中身が現状追認的なものに墮するとすれば、日本の上場企業を巡る国内外のステークホルダーの期待を裏切り、アベノミクスの成長戦略の根幹部分に対して冷水を浴びせかけるリスクがあることも、経済人、産業人の多くが共有していることを意味する。

したがって、本コードにおいては、現在の企業の実態に合わせた妥協の産物ではなく、日本企業のベストプラクティスを集め、目指すべき理想的なコーポレートガバナンスの形を提示するべきである。

---

<sup>1</sup> 経済同友会は、「コーポレートガバナンス・コードに関する意見書」(2014年10月)を公表した。本意見書については、第4回有識者会議の提出資料2として提出している。

## 2. 各論

### (1) 考え方（基本原則 4）

第6回の有識者会議においては、わが国においては監査役会設置会社が大多数であることを記載すべきとの議論がなされた。

確かに、実態として監査役会設置会社が上場企業の大半を占めることは事実であるが、監査役会設置会社の中で、優れたガバナンスとして市場から評価を受けているベストプラクティス企業は、そのままの監査役会設置会社ではなく、その問題点（すなわち経営者の任免に関する決定的な権能を法律上は有さないことをはじめとする監査役会のモニタリング機能上の重大な限界など）を解消し、独立かつ客観的なモニタリングを実効化するべく、指名委員会等設置会社などの優れた点（すなわち独立社外取締役の活用や指名諮問委員会・報酬諮問委員会の設置など）を取り込み、より良いガバナンスを実現する様々な創意工夫を行っているのである。つまり、実態として監査役会設置会社が上場企業の大半であるとしても、取締役会における独立かつ客観的なモニタリングを担保する意味では、監査役会設置会社にはコーポレートガバナンス上の制度的な欠点があると言わざるを得ず、指名委員会等設置会社の方が相対的に優れている点が認められることは否定できない。

このように、企業は、より良いガバナンスを実現するための努力を怠ってはならず、事務局案にある通り、それぞれの機関の機能を実質的かつ十分に発揮させるための創意工夫を施すことは重要な視点である。現状を追認するような記載は、この努力が不要と誤解を招くおそれがあるため、まったく不要である。

万が一、監査役会設置会社が大半を占めることをコードに盛り込むのであれば、監査役会設置会社のモニタリング機能上の欠点を合わせて記載すべきである。もちろん3種類の機関設計はいずれも会社法上認められたものであり、コード策定上は、同列に扱うべきであるから、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社のモニタリング機能上の欠点も、もしあれば同様に記載すべきである。

### (2) 独立社外取締役の有効な活用（原則 4-8）

本意見書にある通り、経済人、産業人の間では、独立社外取締役は、後述の指名諮問委員会・報酬諮問委員会と相まって、ガバナンスの中核に据えられる重要な存在であり、その役割を強化することが必須であると認識されて

いる。

したがって、独立取締役の数については、会社法などに定められた1名以上に留まることなく、少なくとも2名以上の独立社外取締役を確保することは必須である。

加えて、取締役会の構成などによって、更なる独立社外取締役の選任が求められることも多くの経済人、産業人によって支持されている。この点を踏まえ、企業の特長など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べきである。

### (3) 任意の仕組みの活用（原則4-10）

ますます激化するグローバル競争において後塵を拝してきたわが国の企業にとって、コーポレートガバナンスを強化することが、再び競争力を取り戻すことに資することは、今や経済人、産業人の間における常識ともいえる。本意見書においても、グローバル競争を勝ち抜くための成長力・収益力の向上に資する「攻めのガバナンス」の重要性が強調されている。

そこで、攻めのガバナンスの要諦である、指名・報酬の局面においては、本意見書が示す通り、“過半数”が独立社外取締役によって構成される指名諮問委員会・報酬諮問委員会を設置すべきである。

したがって、事務局案の示す「独立社外取締役を主要な構成員とする」との点については、少なくとも過半数であることが明記されるべきである。また、事務局案では「“例えば”、取締役会の下に（中略）任意の諮問委員会を設置する」とあるが、指名諮問委員会・報酬諮問委員会が設置されることは例示ではなく、コンプライ・オア・エクスプレインのルールに服するコーポレートガバナンスのベストプラクティスとされるべきである。

### (4) 「自律」的ガバナンスの強化（原則4に関連して）

現在の事務局案においては、独立社外取締役の役割・責務や株主との対話について、具体的な記載を定めるなど、企業の外部からの「他律」的なガバナンスが強調されているが、企業の内部からの「自律」的なガバナンスの記載については、具体性を欠くように思える。企業のガバナンスは、この「他律」と「自律」の両輪によって、実現されるものであるから、コードにおいては、この点についても具体的に定めるべきである。特に、最高財務責任者（CFO）は、最高経営責任者（CEO）がアクセルを踏む中で、ブレーキをかける役割が期待されるなど、自律的なガバナンスの重要要素であるから言

及すべきである。

#### (5) いわゆる政策保有株式（原則 1-4）

本意見書への記載はないが、経済同友会では、以前からいわゆる「株式の持ち合い」の解消をコーポレートガバナンス改革の課題の一つと捉えてきたものである<sup>2</sup>。

これは、いわゆる政策保有株式については、その議決権行使が共益権的な観点からは歪む懸念、取引行為の対価性に関する特定株主に対する利益供与性の疑義など、コーポレートガバナンスを空洞化させるリスクを払しょくできず、当該株式保有が持続的な企業価値向上に資する特段の事情がない限り解消していくべきという背景認識に基づくものである。

したがって、コードにおいては、上場企業は、政策保有株式のリターンがリスクを上回り、企業価値向上に資する特段の事情がない限り、政策保有株式を解消すべきであり、自らの株主に対して、リターンがリスクを上回ることを明確かつ個別具体的に開示・説明すべきであること、さらには、上場会社自らが株主に対して積極的に対話を呼びかけ、株主の評価を踏まえて政策保有株式の取り扱いを検討すべきことを明記すべきである。

また、政策保有株式に係る議決権の行使について議決権行使を基準と行使結果の公表に関する基本方針を策定・開示すべきである。企業の株主に対する受託者責任に鑑みれば、スチュワードシップ・コードにおける原則と別異に規定する理由はない。

#### (6) 適用時期（序文）

本意見書のとおり、コーポレートガバナンス・コードは、日本再興戦略で定められた通り、2015年度より運用を開始すべきである。独立社外取締役の確保などのために一定期間を要する企業があれば、いつまでに実施するかロードマップを示すことによって対応すべきであり、経済同友会の意見書でもその対応を受け入れている。

---

<sup>2</sup> 経済同友会は、「企業競争力の基盤強化を目指したコーポレート・ガバナンス改革」（2002年7月）において、「株式持合の解消を進め、個人株主の裾野を広げると共に、純粋な投資家としての立場から意見を述べる「行動する株主」としての機関投資家の活動に期待する。」と提言している。

### (7) 適切な情報開示と透明性の確保（基本原則 3）

事務局案においては、「上場会社は、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」とされているが、例示される非財務情報については、法令に基づく開示対象でないものも含まれており、誤解を生むおそれがある。

株主との対話・エンゲージメントを実効化するためには、法令に基づく開示については効率化を進める一方、企業による主体的な開示を促進し、充実させることが重要であるから、法令に基づくか否かについては誤解を生まないように記載すべきである。

以上