

リスクテイクのための企業統治論

金融庁・東証は新たなコーポレートガバナンス・コード原案を策定した。東証の上場規則として、今年6月の株主総会シーズンから運用される予定だ。新しいコードは、経営者によるリス

クテイクの責任を限定すると同時に、社外取締役の採用を促すものとなった。日本の株式市場の外国人投資家比率は3割を超えており、新コードに海外からも高い関心が寄せられている。

コーポレートガバナンス・コード策定の意義について

その精神を理解して経営に生かしてほしい

世界のコーポレートガバナンスの特徴は企業家精神の行き過ぎをコントロールするという傾向があるが、今回のコード原案は企業が適切なリスクテイクによって資本効率を高めるなど「攻めのガバナンス」機能の発揮を目指している。昨年2月に公表された「機関投資家に投資先企業との建設的な対話を求める」スチュワードシップ・コードと「企業に株主との間での建設的な対話を求める」コーポレートガバナンス・コードとは、いわば『車の両輪』であり、両者が相まって実効的なコーポレートガバナンスが実現されることが期待されている。

金融庁総務企画局長

池田 唯一



成長戦略としてのコード策定

昨年6月24日に閣議決定された、政府の成長戦略である「日

本再興戦略」改訂2014（以下、日本再興戦略）では、その「二丁目一番地」ともいえる施策として、「コーポレートガバナンスの強化」が取り上げられ、そのために、上場会社に適用さ

れる「コーポレートガバナンス・コード」を、本年の株主総会シーズンに間に合うように策定することとされている。これを受けて、昨年8月以降、金融庁と東京証券取引所が共同

で事務局を務める「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」（座長・池田和久、慶應義塾大学経済学部教授）において、所要の検討が進められてきたが、今般、この有

識者会議において、コーポレートガバナンス・コードの原案がとりまとめられた。

本稿は、このコード原案策定の意義について解説するものである。本件に関する新聞報道などでは、独立社外取締役の人数などについての議論ばかりに焦点があてられていたような印象をもつ。しかしながら、コード原案では、コーポレートガバナンス・コード策定の狙いやコードが策定された際の運用のあり方などについて、相当な紙幅を割いて考え方が示されているほか、コード自体の内容としても、コーポレートガバナンスに関する幅広い分野にわたる諸原則が体系的に整理されている。コード原案を正しく理解していただくためには、コード原案の原文をそのまま読みいただくことが最善であるとは考えるが、その余裕がない方の便も考え、これらの点を中心に説明を加えていくこととしたい。なお、文中、

意見にわたる部分は、あくまで個人的な見解であることをあらかじめお断りしておきたい。

「攻めのガバナンス」の実現

コーポレートガバナンス・コードを策定するとの政府の方針は、日本再興戦略で閣議決定されたものであるが、それではなぜ、日本再興戦略において、

「コーポレートガバナンスの強化」や「コーポレートガバナンス・コード」という施策が取り上げられているのであろうか。

この点について、日本再興戦略では、「日本企業の『稼ぐ力』を高め、その果実を広く国民に均てんさせる」ため、「コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していく」「内部留保を貯め込むのではなく、新規

の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される」との考え方が示され、「コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方を諸原則の形でとりまとめることは、持続的な企業価値向上のための自律的な対応を促すことを通じ、企業、投資家、ひいては経済全体にも寄与するものと考えられる」と説明されている。

こうした日本再興戦略の考え方は、コード原案の策定に際しても踏襲されており、コード原案では、その序文で、以下のような基本的な視座が示されている。

コード原案は、それが、「会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば『攻めのガバナンス』の実現を目指すものである」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を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている」ことを明確に述べている（序文第7項）。

諸外国では、企業家精神が旺盛すぎた経営者も多く、昨今、行き過ぎがないようにコーポレートガバナンスでそれをコントロールするという傾向の議論が通例のように思われる。これに対し、わが国のコードは、諸外国とはベクトルの向きが逆かもしれないが、企業が適切なリスクテイクによって資本効率を高め、持続的に企業価値を向上させる、その際の説明責任の履行に資するような、「攻めのガバナンス」機能の発揮を目指すことで、上場会社の経営者の企業家精神の発揮を後押しするという考え方に立っているということがますます認識されるべきである。

この関連で、コード原案では、さらに以下の記述がされている。

「上場会社の意思決定のうちには、外部環境の変化その他の事情により、結果として会社に損害を生じさせることとなるものが無いとは言い切れない。その場合、経営陣・取締役が損害賠償責任を負うか否かの判断に際しては、一般的に、その意思決定の時点における意思決定過程の合理性が重要な考慮要素の一つとなるものと考えられるが、（コード原案には）ここでの意思決定過程の合理性を担保することに寄与すると考えられる内容が含まれて」いる（基本原則4に付された「考え方」）。

最終的には裁判所において判断される事項について、こうした文章のなかで記述することには、通常、限界があることに照らして考えれば、コード原案が、損害賠償責任の問題にまで踏み込んだ記述をおいていることは、大いに注目されるべきであろう。

適切な協働と建設的な対話

また、コード原案は、「上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である」ことを強調する（基本原則1に付された「考え方」）。

その際、株主は、資本提供者として「重要な要であり、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点でもある」（同右）とされる一方、コード原案は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会など「株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する」と述べ、「上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠である」と

している（基本原則2に付された「考え方」）。

さらに、コード原案は、市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれるなか、「市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、こうした株主は、（中略）会社にとって重要なパートナーとなりうる存在である」と述べる（序文第8項）。そして、昨年2月に策定されたスチュワードシップ・コード（機関投資家に投資先企業との建設的な対話を求める）とコーポレートガバナンス・コード（企業側に、株主との間での建設的な対話を求める）とは、「いわば『車の両輪』であり、両者が適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスが実現されることが期待される」としている（同右）。

コード策定後の運用のあり方

コード原案では、それぞれの上場会社が、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、自らのガバナンス上の課題を検討し、その改善のために自律的な取組みを進めていくことが重要であるとの考え方に立ち、「プリンシプルベース・アプローチ」および「コンプライ・オア・エクスプレイン」という、そうした自律的な対応が可能となるような枠組みが用意されていることに留意が必要である。

コード原案は、会社がとるべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、会社が各々のおかれた状況に応じて、実効的なコーポレートガバナンスを実現することができるように、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を

採用している。この点について、コード原案は、以下のように説明している（序文第10項）。

「その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。このため、（コード原案で）使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任を負うそれぞれの会社が、（コード原案の）趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。株主等のステークホルダーが、会社との間で対話を行うに当たっても、この『プリンシプルベース・アプローチ』の意義を十分に踏まえることが望まれる」

また、コードは、法令などと

は異なり、義務付けを行うものではなく、「東京証券取引所の上場規則により、上場企業に対して『Comply or Explain』（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か）を求める」というかたちで適用することが日本再興戦略でも記述されている。この点について、コード原案は、以下のように説明している（序文第12項）。

「会社が、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ことには十分な留意が必要であり、会社側のみならず、株主等のステークホルダーの側においても、当該手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められる。とくに、（コード原案の）各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することとは適切ではない」

一方で、会社が、「実施していない理由」の説明を行う際には、「実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、『ひな型』的な表現により表層的な説明に終始することは『コンプライ・オア・エクスプレイン』の趣旨に反する」（同上）としていることにも留意が必要であろう。

コード原案の構成と論点

(1)コード原案の構成

日本再興戦略において、コーポレートガバナンス・コードは、「OECDコーポレートガバナンス原則」をふまえて策定することとされている。このOECD原則は、各国においてコーポレートガバナンス・コードの策定が行われるに際して、一般に参照されているもので、①株主の権利の保護、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、といった広範な項目について原則的な考え方を示している。

今回のコード原案においては、OECD原則に掲げられている、この五つの項目（このうち、

「①株主の権利の保護」と「②株主の平等な取扱い」は、コード原案では一つの項目にまとめられている）に加え、「株主との対話」についても新たに一項目が設けられている。これは、前述のとおり、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードとを車の両輪として機能させていくことにより、実効的なコーポレートガバナンスの実現を図っていく、との考え方に基づくものである。こうして、コード原案では、コーポレートガバナンスを巡る五つの分野にわたる諸原則が体系的に整理されており、それらは全体で五つの基本原則、30の

原則、38の補充原則からなっている。

それらのなかには、株主の権利の実質的な確保を図っていくための株主総会招集通知の早期發送等（原則1-2）や、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティをめぐる課題に対する適切な対応（原則2-3）、社内における女性の活用を含む多様性の確保の推進（原則2-4）、経営理念や経営戦略、経営計画等に関する主体的な情報発信（原則3-1）、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組み（原則5-1）などのほか、それぞれに重要な意味をもつ諸原則が数々盛り込まれている。これらについて個別に述べることは、紙幅の関係からむずかしく、それらは、コード原案そのものに譲ることとし、ここでは、とくに耳目を集めた二つの論点について触れておくこととしたい。

(2) 取締役会の責務

前述のとおり、コーポレートガバナンス・コードに関する新聞報道などでは、独立社外取締役の人数についての議論ばかりに焦点があてられていたような印象をもつ。しかしながら、有識者会議における議論は、人数の議論に終始していたものではない。むしろ取締役会に期待される役割・責務について、相当に時間をかけた議論が行われたことを見逃してはならない。

こうした議論をふまえて、コード原案では、「上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、企業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、(1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと、(2) 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、(3) 独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対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」ことが強調されている（基本原則4）。

そして、取締役会がこうした役割・責務を発揮していく際には、独立社外取締役の活用についても検討が行われていくべきであるという考え方が示され（原則4-6および4-7）、さらに、「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」であるとされる（原則4-8）。

そのうえで、独立社外取締役の存在を生かすため、「上場会社はそのような資質を十分に備えた独立取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりま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、そのための取組み方針を開示す

べきである」とされているのであり（原則4-8およびその「背景説明」）、はじめから人数ありきの議論ではなかったということを強調しておきたい。

(3) 株式の政策保有

株式の政策保有については、上場会社の収益力・資本効率の低下を招くおそれや株価変動リスクを抱えることに伴う財務の不安定化のおそれ、コーポレートガバナンスあるいは議決権の空洞化を招くおそれがかねて指摘されてきたが、一方で、企業サイドからは、株式の政策保有には、安定的・長期的な取引関係の維持・強化等の観点から必要なものも存在し、一律に「禁止」「縮小」といったことは適切ではない、との指摘が出されてきた。

この点について、コード原案では、上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、「政策保有に関する方針を開示する」とともに、

「毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリスクとリターンなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである」とされ、また、「政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである」とされている（原則1-4）。

私見ながら、ここで最も重要となるのは、政策保有の経済合理性について、取締役会（ここには、独立社外者も参加するはず）において真摯に検証が行われることであると考ええる。投資家サイドからすると、上場会社に余資があるとした場合、それが当該会社の本業ではなく、他社の株式に投資されるというのは、投資先の収益性がきわめて高いか、政策保有がもたらすならんかの政策効果がきわめて高いかというケースを除けば、当

該会社の収益力・資本効率の向上の観点からは、あまり得策にはみえないということがある。そうした疑問に的確な説明をしていくためにも、まずは自らにおいて、きちんとした検証が行われているかどうかが肝心なのではないか。

コード原案に対する内外の反応

日本再興戦略は、資本市場において、内外の機関投資家などから非常に高い評価を受けているが、その理由の一つには、内外の機関投資家の関心の強い、わが国上場会社のコーポレートガバナンスの問題が、高い優先順位をもつて取り上げられていることがある、との指摘がしばしばなされてきた。

今回のコード原案については、この1月23日（英文版については、1月31日）までの間、広く一般からの意見聴取の手续が進

められている。コード原案に対する内外の機関投資家の反応がいかなるものかは、その結果を待つ必要があるが、とりあえずは、好感触の反応が少なくないようである。

一方で、企業サイドには、コード原案について、「内政干渉」であるとして批判的にとらえる声があるとの新聞報道などもみられる。私も役所の人間が有識者会議の事務局を務めたことが、こうした反応を増幅させる一因となっているとすれば、それは残念なことである。

コードの策定は、もともと、上場会社と株主等のステークホルダーとの間の、役所を挟むのではない直接的な対話が、建設的なかたちで進められていくための基盤を提供することにその狙いがあると考ええる。コードの策定を契機に、各上場会社において、どのようなガバナンスの姿がふさわしいかについて真摯な検討が行われ、その結果につ

いて、株主等のステークホルダーに對し、わかりやすく説明が行われていくことを切に願うしだいである。

そのためにも、上場会社においては、コードへの対応を、たんに法務部の問題とするのではなく、経営レベル、経営企画レベルの問題として受けとめてもらいたい、との意見が、有識者会議の場で、多くの委員から表明されたことを最後に付言しておきたい。

（注）コーポレートガバナンス・コード原案については以下を参照。
<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20141217-4.html>

いけだ ゆういち

82年東京大学法学部卒、大蔵省（現財務省）入省。02年金融庁監督局保険課長、05年総務企画局企業開示課長、07年同市場課長、09年同企画課長、11年総務企画局審議官（開示担当）、12年同審議官（企画・市場担当）、13年監督局担当審議官、14年現職。