

■東京大学比較法政シンポジウム

稼ぐ力を高めるためのコーポレートガバナンス(攻めの経営判断を後押しする仕組み)

——コーポレートガバナンス・コードを中心に——

コーポレートガバナンス・コードについて

油布志行 金融庁総務企画局企業開示課長

本シンポジウムの趣旨・目的

本シンポジウムのテーマは「稼ぐ力を高めるためのコーポレートガバナンス(攻めの経営判断を後押しする仕組み)——コーポレートガバナンス・コードを中心に——」で、「稼ぐ力」という「カネ至上主義」のような、あまりよくない語感を与える言葉を使っているが、この言葉、「稼ぐ力」は、いわゆるアベノミクスの成長戦略である『日本再興戦略』改訂二〇一四の中で、キーワードとして頻繁に登場する言葉である。このような言葉が国家戦略の中で、キーワードとして使われるということ自体、画期的であるが、そもそも本来個々の企業が自律的に有しているべき「稼ぐ力」

を取り戻すことをあえて国家施策として挙げていることは、わが国の企業の体質や制度慣行を一変させるほどの大胆な施策を国を挙げて講じなければ、「稼ぐ力」を回復することができず、わが国の経済の成長につながるかもしれないとの危機感の現れともとらえられ、それだけ強く企業に覚醒を促しているものと思われる。

二〇一一年から、コーポレートガバナンスにかかわるテーマで本比較法政シンポジウムを行ってきた。二〇一一年が「今までのビジネス法制の改革を検証する——我が国企業の経営改革は実現したか?——」、二〇一二年が「会社法制の見直しに関する中間試案について」、二〇一三年が「企業価値向上のためのコーポレートガバナンス——独立取締役への期待——」、昨年が「日

目次

- 一 はじめに——コード原案の確定——
- 二 コーポレートガバナンス・コード策定の背景
 - 1 日本と世界のコードをめぐる状況
 - 2 ソフトローとしてのコード
 - 3 OECDコーポレートガバナンス原則
- 三 コーポレートガバナンス・コード原案の概要——序文を中心に——
 - 1 攻めのガバナンス
 - 2 中長期的な視点
 - 3 コンプライ・オア・エクスプレイン
 - 4 プリンシプルベース・アプローチ
- 四 おわりに

本経済の活性化に向けたコーポレートガバナンス」を、テーマとして行ってきた。二〇一一年のシンポジウムのテーマ「今までのビジネス法制の改革を検証する——我が国企業の経営改革は実現したか?——」は少しプロードなもので、経済再建の一環として、前世紀末以来なされてきた商法の度重なる改正等のビジネス法制の革新的な改革にもかかわらず、経済が沈滞し企業の業績も低迷していた当時の状況について、何が問題なのかについて、有識者の方々にご議論いただいたが、その中にすでにわが国企業のコーポレートガバナンスについても論点の一つとなっていた。

振り返ってみると、二〇一一年や二〇一二年のシンポジウムにおいては、経済界の方からは、「なぜまたコーポレートガバナンスの見直しを行う必要があるのか」、「オリンピックや大王製紙の事件は例外的で大半の企業は健全に経営しており、ガバナンスの問題はない」などと、コーポレートガバナンスの目的について、もっぱら不祥事を防止するため、すなわちマイナスを防ぐ守りのためとの認識を前提とした発言が見受けられた。しかし、その後会社法改正の検討の進捗に応じて、経済界にも徐々に、企業価値・株主価値の持続的な向上のため、すなわちプラスを伸ばす攻めのためのコーポレートガバナンスという認識が浸透するとともに、取引所による上場会社の表彰制度等によるベストプラクティスの紹介等もあり、ガバナンス体制や報酬制度を含むマネジメントシステムを改革する企業が徐々に増えてきたが、二〇一三年および昨年（二〇一二年）においては、このあたりの状況についてご報告いただいた。

二〇一二年一二月に第二次安倍内閣が発足するや、成長戦略の一環として、コーポレートガバナンスの強化が施策の一つとして明示されたが、その後関係者により精力的に諸施策の検討が重ねられ、昨年二月の日本版スチュワードシップ・コードの策定を皮きりに、六月に会社法改正案が可決・

成立するとともに「日本再興戦略」改訂二〇一四」が閣議決定され、八月には「持続的成長への競争力とイノベーション」プロジェクトの「最終報告書」いわゆる「伊藤レポート」が公表され、今年の三月には「コーポレートガバナンス・コード原案」が公表された。そして、今年の五月から会社法改正法が施行されるとともに、六月にはコーポレートガバナンス・コードの適用が開始されることとなっており、いよいよ各企業の現場で持続的な企業価値・株主価値向上すなわち稼ぐ力の回復に向けた具体的な取り組みがまさに開始されようとしている。

こうした中で、本シンポジウムはコーポレートガバナンス・コードを中心に、五人の有識者の方々からご講演を賜ったものである。

（記・唐津恵一東京大学教授）

* 本号と次号で掲載する諸論稿は、二〇一五年三月三〇日に東京大学山の上会館大会議室にて行われた東京大学大学院法学政治学研究科附属ビジネス・ロー比較法政研究センター主催の第四八回比較法政シンポジウム「稼ぐ力を高めるためのコーポレートガバナンス（攻めの経営判断を後押しする仕組み）——コーポレートガバナンス・コードを中心に——」における講演内容を収録したものである。な

お、各論稿については、掲載に当たり当日の講演から加筆修正が行われている（編集部）。

一 はじめに——コード原案の確定——

本日は、主に「コーポレートガバナンス・コード」について、ご説明を申し上げたいと思います。

まず、平成二十七年三月五日に、「コーポレートガバナンス・コード原案」が確定しました。「原案」という言葉がついていますが、これ自体が最終成果物です。「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」では、パブリックコメントの手続を和文と英文の両方で行いましたが、それらによる意見も踏まえた上で、有識者会議としての結論ができ上がっています。それがコード原案です。

最終成果物であるのに、なぜ「原案」なのかと申しますと、この後、このコード原案を内容とする各証券取引所のコーポレートガバナンス・コードが策定されるということが想定されているためです。その際、証券取引所により若干の表現の修正等はあるかもしれませんが、実質的な中身はコード原案どおりということが想定されています。

〔図表〕 各国のコーポレートガバナンス・コード（ガバナンス規範の体系）

	日本	英国	ドイツ	フランス	米国
プリンシプルベースかつ “Comply or Explain” 型の コーポレートガバナンス・ コード	(○)	○	○	○	ルールベースのCG 規範で対応（SOX 法、SEC 規則、取引 所規則）
“Comply or Explain” を担保する規律	（取引所規則）	取引所規則	株式法 （会社法）	商法	
参考	スチュワードシップ・ コード	○	○	—	—

上記のほか、たとえば右記の 国々において、プリンシプル ベースかつ“Comply or Ex- plain” 型のコーポレートガバ ナンス・コードが導入	イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、スウェーデン、 デンマーク、フィンランド、オーストラリア、ニュージーランド、 シンガポール、香港、タイ、マレーシア等
--	--

二 コーポレートガバナンス・コード策 定の背景

1 日本と世界のコードをめぐる状況

コーポレートガバナンス・コードについての各国の状況をみると（図表）、誤解をおそれずに申し上げれば、特に先進市場国の中で、コーポレートガバナンス・コードがないのは、米国と日本だけであるといっても、不正確ではないように思います。

米国になぜコーポレートガバナンス・コードがないのか、プリンシプルベースあるいはコンプライ・オア・エクスプレインのコードがないのかということについては、さまざまな解釈があるのだらうと思っておりますが、日本はある意味で米国に学ぶことが多いので、これまでコーポレートガバナンス・コードが政策のアジェンダに挙がってこなかった面もあるように思います。

一方、「通常とは順序が逆だ」というご指摘を受けることもありましたが、二〇一四年二月には、一足早く機関投資家向けに日本版スチュワードシップ・コードという規律が完成しています。

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが両方そろうことになりまして、今や日本は英国と並ぶだけの枠組みはで

きたと申し上げることもできるかもしれません。後は上場会社や投資家などが、対話を通じて、それぞれのようなコーポレートガバナンスの慣行を積み上げていくかということが大事だらうと思っております。

2 ソフトローとしてのコード

ここで、一点、敷衍して申し上げておきますと、基本的には、コーポレートガバナンスの規律は法令だけに任せておくのではなく、法令に加えて、ソフトローとしてのコードというものとの組合せで対処するこのほうが、国際的には主流のアプローチだらうと思っております。

これには、さまざまな理由があるのかもしれませんが、たとえば自由主義経済の下では、おそらく会社自治・定款自治といったことに対する配慮も相当に必要だということがあるだらうと思っております。また、一口に上場企業といっても、成長段階や規模、業種等に鑑みてもかなりの多様性があるので、法令で一律に、機械的・厳格にかぶせる網は、できるだけ少ないほうがよいのかもしれない、つまり、最低限度というような内容のものを越えて一律にいろいろ網をかぶせると若干現実には合わなかったり、実効性がかえって損なわれたりする面があるのかもしれない、こうした考え方が世界各地で受け入れられているからではないかという気がいたします。

日本でも、会社法でコーポレートガバナンス関係の改正が行われ、平成二十七年五月一日から

会社法の一部を改正する法律が施行されますが、会社法や金融商品取引法の規律と合わせて、このソフトロー、コーポレートガバナンス・コードによる規律というアプローチがとられるようになるわけです。

3 OECDコーポレートガバナンス原則

また、世界には、さまざまな国際機関がありますが、パリに本部がありますOECDが、企業統治に関しては主要なグローバルスタンダード・セッターです。そこで提唱されているアプローチでも、コーポレートガバナンス・コードといったソフトローをある程度念頭に置いた手法が語られることが多いようです。

今般の日本のコーポレートガバナンス・コード原案についても、そもそも二〇一四年六月の閣議決定、つまり『日本再興戦略』改訂二〇一四で策定が指示された際、OECDコーポレートガバナンス原則を参考にしながら議論して策定することとされました。

OECDはパリに本部があると申し上げましたが、おそらくそれも影響しているのだろうと思いますが、米国に本拠があるような国際機関と比べると、ややヨーロッパ的な価値観の影響が強いような気がいたします。もちろん、米国もOECDの重要な加盟国ですので、その影響は強いわけですが、これも誤解をおそれずに申し上げますれば、OECDコーポレートガバナンス原則というのは、世界にさまざまなタイプがあ

るコーポレートガバナンスに関する考え方のうち、必ずしも米国型ではないものに準拠してつくられているという気がします。一言で申し上げると、米国型の「株式万能主義」ではないということです。米国には「決して米国はそうではない」という人もいますが、一般的には、そのように受け取られていることが多いでしょう。いずれにせよ、今回日本でもOECDコーポレートガバナンス原則を踏まえて議論がされていく中で、株主だけをみて「以上終わり」ではない、そうした価値観が再度確認されたような気もいたします。たとえば、日本のコード原案でも、OECDコーポレートガバナンス原則でも、「株主以外のステークホルダーの役割」といったものに焦点を当てて、一つの章を割いて記載がされています。

なお、日本のコーポレートガバナンス・コード原案では「株主との対話」という章がありますが、OECDコーポレートガバナンス原則では、一つの章を割いてこれを特記はされていません。わが国の場合には、日本版スチュワードシップ・コードが先に制定されて、機関投資家を中心とする株主と企業側との対話が、かつてなく重要視されてきている環境にあるということも踏まえ、一つの章として記述をしているものといえます。同様のアプローチは、英国のコードなどにもみられるところです。いずれにしても、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードとが、車の両輪

としてお互いに補完し合いながら機能すること、日本のコーポレートガバナンスの改善を目指していくという考え方がとられているわけです。

三 コーポレートガバナンス・コード原案の概要——序文を中心に——

1 攻めのガバナンス

それでは、コード原案の内容のご説明に入っていきます。本日は、このコード原案の序文と呼ばれる部分を中心に説明します。

実は、この序文の冒頭には、割と大胆なことが書いてあります。

たとえば、世界中から投資家や上場会社の方、研究者を一〇〇人集めて、「コーポレートガバナンスとは何でしょうか？」とお尋ねすると、一〇〇通りの答えが返ってきてもおかしくはないと思いますが、このコード原案の序文では、「本コード（原案）において」という限定つきですが、コーポレートガバナンスの定義を置いています。

『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・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する」という記載です。この記載をご覧くださいまして

も、日本のコード原案が、企業の中長期的な成長にかなり軸足を置いて設計されたということがわかるのではないかと思います。

この点につきましては、序文の六項・七項にも記載があります。六項には、いま申し上げたことが、そのまま書かれています。そして、七項では、「攻めのガバナンス」という表現も使われています。非常にわかりやすい表現であろうかと思いますが、もともと日本のコーポレートガバナンス・コードが、成長戦略の一環として策定が指示されており、中長期的な企業価値の向上というものが大きなゴールであるという観点に立って制度設計されたということです。

そして、七項ではさらに、「会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止」といった側面は、もちろん非常に大事ではあるわけですが、そういったものを「過度に強調することなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し」、こういったことを通じて「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」と、そうした狙いをあらためて記載しています。また、会社においてしっかりとしたアカウンタビリティが確保されれば、そのことによつてむしろ経営者や経営陣は自信を持つて、ある程度自由に経営手腕を振るえるようになるのではないか、そうした趣旨のことが記載されています。

なお、こうしたアプローチについては、もしかすると、外国の方、特に機関投資家からは、

この「攻めのガバナンス」といった切り口が少し懐疑的にみられるのではないか、パブリックコメントの手続で何がしかの批判が寄せられるのではないかということ、若干懸念はしておりましたが、寄せられたコメントをみますと、実はそれは完全な杞憂でした。

パブリックコメントの手続では、非常に多数のコメント、実に日本語ベースでは八〇の個人や団体から、英語ベースでは四一の個人や団体から、パブリックコメントとしては異例に数多くのコメントをいただきました。その中で、たとえば、グローバルな機関投資家団体からお寄せいただいたコメントには、日本のコード原案が「進歩的・実践的で、事業活動にとつて優しい内容となっていることを称賛する」という記載がありました。ほかにも、「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」という取締役会等の要件は、斬新である」と、このようなコメントも寄せられています。

一般的に、英米を中心に、コーポレートガバナンスというのは、どうしてもブレイキとしての役割が、まず一番重視されることになっているという印象を持っています。端的に申し上げますと、英米ではもしかすると、放っておけばCEOがやや過剰なリスクをとりすぎる傾向にあるからかもしれません。特にその中には往々にして短期的な利益の追求によるものも含まれるかもしれませんが、それに対する一種の健全なブレイキ役としての取締役会の役割が重視され

ている、というのが、コーポレートガバナンスの大きな枠組みの一つだと思えます。その点は、日本のコーポレートガバナンス・コードでも重要な柱の一つですが、ただ、日本ではそうしたブレイキ役としての役割ばかりを強調するのではなくて、「健全な」という修飾語が必ず必要ではあると思えますが、経営陣が「健全な」リスクテイクをしやすいような環境を整える、というアプローチが併せてとられたということです。これは一見すると、英米と日本の手法は反対のようにも思えます。確かにベクトルという意味では見かけ上は反対に向いているのかもしれませんが、見方によっては、米英ではいきすぎたリスクテイクのバランスをとるよう持つていく、日本の場合にはこの一〇年〜二〇年、企業行動・経営判断が過度にリスクアバースだったとすれば、それをもう少しリスクをとりやすい方向に持つてくる、という意味で、見かけ上はベクトルは反対ですが、最終的な着地点、つまり目指すところは同じである、という見方もできると思えます。

2 中長期的な視点

もう一点、攻めのガバナンスに続いて、序文の八項には、中長期的な投資行動を促す効果をも期待している旨の記載があります。従来、日本でコーポレートガバナンスに関する議論がなかなか進まなかったことはいくつか原因があるとすれば、一つには、コーポレートガバナンス

というと、なにか海外勢を中心とする投機筋の利益のためにやっているのではないか、という見方をされがちだったことが挙げられると思います。そして、その見方は間違いであるということが、序文の八項には記載されています。むしろ、企業にコーポレートガバナンスの改善を一番強く期待するのは、値上がりしたから売り払うというウォールストリート・ルールでの対応ができない投資家なので、基本的に、中長期保有の株主というのは本来企業にとっても重要なパートナーになり得る存在であるという考え方が記載されているわけです。

3 コンプライ・オア・エクスペイン

それから次に、ソフトローであるコーポレートガバナンス・コードの最大の特徴について申し上げたいと思います。それは序文の九項〜一二項に記載されています。プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスペインという、この二つの手法について記載がされています。このうち、コンプライ・オア・エクスペインのほうが比較的わかりやすいものからです、まずコンプライ・オア・エクスペインからご説明いたします。

コーポレートガバナンス・コードは法令ではありませんので、法的拘束力はありません。それから一律に何かの実施を求めるというスタイルもとっていません。

コード原案は、「基本原則」と「原則」、それ

から「補充原則」という三層構造になっているのですが、全部で七三の原則があります。この七三の原則について、上場会社が、そのすべてを一律に実施するということは必ずしも必要ではないわけです。各社によって個別の事情や考え方の違いがありますので、一律に押しつけるのではなく、七三の原則のうち一部の原則を実施しないことも想定する、そうした設計になっています。ただしその際には、なぜ実施しないのかという、その実施しない理由を十分に説明していただく、そういう建付けになっています。

こうしたアプローチが成功するためには、二つ大事なポイントがあると考えられます。それが序文の一二項に書かれています。一点目は、主として株主サイドに対するお願いです。これは七三の原則のうちどれかをコンプライせずエクスペインするという投資先の上場会社がやった場合、株主が、「この原則をコンプライしていないから、この企業はガバナンスが遅れている」などと、機械的で表面的な理解の仕方ではないでくださいということ。こうした理解の仕方をされてしまうと、上場会社側はやはり七三の原則すべてをコンプライしようとするといえますか、一部企業はおそらくうわべだけコンプライしようとするようになります。これはオーバーコンプライアンスでもありませんし、ましてや形だけのコンプライアンスに逃げようとするようなことは、決してコードの趣旨から

いつて望ましいことではありません。

二点目は、企業側に対するお願いということになります。コンプライしないでエクスペインする場合には、その理由は誠心誠意工夫して考えて、株主の方に十分理解が得られるように、表現や説明を工夫していただきたいということです。序文の一二項に書いてありますが、『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・エクスペイン』の趣旨に最も合わないものです。企業側にこうした対応をされてしまうと、今度は株主側がエクスペインの妥当性を評価できないので、「やはりコンプライが一番だ」といった対応になってしまうという堂々めぐりの関係にあるとお考えいただいたらよいかと思います。

4 プリンシプルベース・アプローチ

次に、コンプライ・オア・エクスペインより多少わかりにくいのが、プリンシプルベース・アプローチと呼ばれるものです。これは日本版スチュワードシップ・コードで採用されていますので、若干理解は広がってきているとは思いますが、まだまだ特に企業サイドの方からは非常にわかりにくいというお話をいただきます。会社法などの法律について十分ご存じで、実務上の知識がおありになる方ほど、このプリンシプルベース・アプローチというのはかえってわかりにくい、というご指摘をされることがあります。

この点は、序文の一〇項に記載されています。企業の、たとえば法務部の方などがよくご存じなのは、いわゆるルールベース・アプローチつまり細則主義で記載されている法律・政令・省令・内閣府令、そういったものであろうかと思えます。

なぜ法令がルールベース・アプローチなのかということはおそらく一つには、やはり罪刑法定主義との関係があるのではないかと思えます。特に最近制定される法律ほどそうした傾向が強いように思うわけですが、実際に最近の法令の条文をご覧いただきますと、かつこ書などを使いました、こうした場合を含むとか、こうした場合は除くであるとか、そうした細かい限定が数多く書かれています。一言で申し上げると、誰に対して何が適用になる規律なのか、ということをはっきりと書かれています。最後まで読み通す根気があればの話ですけれども(笑)。これはやはり罪刑法定主義と裏表の関係にあるのではないかと思えます。

たとえば、ある方が教えてくれた話ですが、割と最近まで、米国のモンタナ州のスピード違反では、合理的と思われるスピードを超えてスピードを出してはいけないという規律になっていた箇所があったらしく、案の定これはモンタナ州の最高裁判所で違憲判決が出たということです。やはり法令の場合にはこうした書き方は許されないのだということ。この道路のこの区間からこの区間までは時速何キロで、その

際何トン以上の車は時速何キロで、ひよっとしたら雨天や悪天候の場合は時速何キロなどと、細かく書かざるを得ないのがルールベース・アプローチなのかもしれません。しかし、この場合はどうしても漏れが生じたり、潜脱行為とのイタチごっこの問題も出たりしますし、何よりも第一義的には、やはり形式的な遵守をもってよしとせざるを得ないという面があると思えます。

これを補完するのがプリンシプルベース・アプローチです。たとえば、スピード違反についていえば、道路の具体的な状況に応じて、合理的だと思われるスピードまで出すのはよいけれど、それ以上出したらだめですよ、そういった書き方がプリンシプルベース・アプローチなのかもしれません。

ですから、コード原案も、やはり「一見、抽象的で大掴みな原則(プリンシプル)」になっています。いわば当たり前のことについて「関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有」していただき、その上で「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」大丈夫かということをメルクマールにしていたらだと、これがプリンシプルベース・アプローチの趣旨であろうかと思えます。

この点に関連して、コーポレートガバナンス・コードの基本的な構造もお話しておきますと、「基本原則」というのが大きな枠組みであり、次に「原則」があり、さらにそれを発展的

に、あるいは「原則」等には書かれていないようなことも書き加える形で、もう少し具体的にいろいろと書いているのが、「補充原則」と呼ばれるものです。

この三層構造のいずれもが、少なくとも東証の本則市場に上場している上場会社については、コンプライ・オア・エクスプレインの対象になるわけですが、たとえば、「基本原則一」についてみますと、「上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行う」べきであるという表現があり、ある意味当たり前なのですが、本当の意味で、この趣旨・精神に照らしてこれを守れるかというのは、実は結構難しい面があるのではないかと思えます。そういった難しいところまで求めている、当たり前だけれども、難しいところまで求めるのがプリンシプルベース・アプローチの意義の一つではないかと考えています。

そうしたこともあって、序文の一〇項には「このため、本コード(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(本コード(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)」という記載があります。実は、このコードには、定義らしい定義はほとんど置かれていません。そういった意味で、これを読んでいくと、若干落ち着きの悪さが残る方も多いと思うのです。定

義がないものですから、規律のかけり方が非常に曖昧で落ち着きが悪い感じがあります。

しかし、これはあえてそうした定義を置いていないわけです。その代わりに、規律の対象である上場会社の側で解釈していただくということとを第一義的な前提にしています。ただし「恣意的に好き勝手に解釈して結構です」ということではなく、あえてそこを縛るために、ここでは「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」と記載していません。そうした意味で、しっかりと説明できる、そうした解釈をぜひ各社に考えていただきたいということになります。

そして、そういった解釈が示された際には、今度は株主の側も企業側の解釈というものをまっすはいつたん尊重していただきたい、ということが、序文の一〇項に書かれています。もちろん株主からみて、企業側の解釈と違うという場合は当然あり得ると思いますが、まずは企業側の解釈を聞いていただいて、その上で、対話の中で、お互い考え方が違うのであれば、共通点を探っていただきたないと、そのことによって、より適切な解釈にたどり着くことが期待できると、そうした考え方がとられているわけでありませう。

たとえば、「経営陣幹部」という言葉がこのコードには多く出てくるのですが、「経営陣幹部」というのはだれですか？」と、あるいは「だれと考えればよいですか？」というご質問を受

けることがあります。ちなみにこの「よいですか？」というのは、役所に対してお尋ねになっているわけですが、実はそのお尋ね自体がややナンセンスな面があります。法令と違っていて、証券取引所を含めてパブリックセクターは、上場会社側の対応一つひとつについて、それでよいかどうかという価値判断を示すこと、おそらく原則的でないだろうと思います。

コードについて申し上げれば、公権力の側からのサンクションみないなものは、基本的にはありません。では、あるのは何かといいますと、株主をはじめとする市場からの声といいますか、市場からのサンクションといったものは、それはあり得るところです。ですから、各社それぞれの個々の対応について「これでよいです」と、そういうお墨付きを与えることができる組織や機関はおそらくどこにもないのだと思います。各社それぞれが株主と対話していただいて、その上で着地点を探していただくということに尽きるのだと思います。

それで、今申し上げました「経営陣幹部」という言葉に戻りますが、私がアドバイスの申し上げているのは、たとえば、経営陣幹部については取締役会が会社の業績などを踏まえてしっかりと評価をしてくださいと、そうした原則があるのですが、こうした原則を考えるときに、だれが「経営陣幹部」なのかということとは、アプリオリにまず最初に決めるのではなくて、後ろの効果から遡って考えていただくのがよい

のではないかとことです。つまり、わが社の場合には、わが社の取締役会が会社業績等に照らして評価をすべき対象というのは、トップの社長を含めて経営陣のどれくらいまでか、というのをまずお考えいただき、そのことによつて「経営陣幹部」というのはわが社にとつては社長に加えて誰くらいまでだ、というように結論をおまとめになるのがよいのではないかとと思います。これを「経営陣幹部」という漢字五文字のほうから考えようとすると、答えは何十通りも何百通りもあり得るので、正しい答えというか、なかなか説得力のある答えは出てこないような気がいたします。

ここまでで、プリンシプルベース・アプローチの説明を終わらせていただきますが、このほか、このコードの序文には実は大変重要なことがいろいろと書かれています。そのうち一部は序文自身は結論を出さずに東京証券取引所に検討をお願いした部分もありますが、これについて東京証券取引所ではすでに対応方針をまとめて、現在パブリックコメントに付しておられます。

四 おわりに

具体的なコードの内容については、本日は省略させていただきますが、最後に何点か、いくつか私が気がついたことを申し上げたいと思います。

一点目は、コーポレートガバナンス・コードが現時点まで割とスムーズに受け入れられているように思えるのは、一つにはもちろんアベノミクスのイニシアチブなどがあるのですが、昨年一足早く日本版スチュワードシップ・コードができたということも大きかったのではないかと思います。これはおそらく意図的にそうした順番にしたわけではありません。

日本版スチュワードシップ・コードというのは一年九カ月前の成長戦略で策定が提言されました。ただその際には、まだ会社法改正案が国会に提出すらされていないという状況でしたので、その段階ではコーポレートガバナンス・コードというものは、少し成長戦略の中には盛り込みにくかったのかもしれない。その後、日本版スチュワードシップ・コードが策定され、会社法の改正も進んだ中で、先般、改訂版の成長戦略で、コーポレートガバナンス・コードの策定というのが提言されたわけです。

この手順は、結果的には効率的だった面もあったと思います。一つはコードというものに対する理解が、多少はスチュワードシップ・コードで広まっていたのではないかとことです。これまでのように法令一本槍のアプローチではないやり方もあるのだと、これは財界人も含めて、少しおわかりいただけただけ面はあったのではないかと思います。

それから二点目として、日本版スチュワードシップ・コードで、株主サイドに対しても規律

がかかることになりましたので、上場企業サイドからみても、今度は自分たちに規律がかかってくるというのは、ある意味納得できる面があったということかもしれません。

それから三点目ですが、日本版スチュワードシップ・コードの世間的な評価が比較的に高かったということもあります。しかも、実際に株主サイドにおいて、企業サイドがただちに拒否反応を示すような、そういった過激なアプローチではなく、対話に基づくエンゲージメントというアプローチをとろうという動きが出てまいりましたので、企業サイドとしてもその辺は少し安心しながら、コーポレートガバナンスの議論ができるという状況があったのかもしれないと思っております。

また、先日、ある新聞の匿名のコラムにこういうことが書かれていました。匿名ですから、どなたがお書きになったのかはわかりませんが、おそらく経済人・財界の方ではないかと思われまます。その匿名コラムには、今回のコード原案には、従来、企業統治をめぐる議論を苦々しくながめてきた経営者サイドからみても、納得できる点が複数あると、このように書かれておりました。その納得できる点というのは、二つ挙げておられて、一つは攻めのガバナンスであるということと、もう一点がプリンシプルベース・アプローチをとったということだ、とお書きになっておられました。

実は、日本の企業人の方の本音のところをう

かがうと、「コーポレートガバナンス・コードというのは、やはり少し納得できない」とおっしゃる方が、まだまだたくさんいらっしゃるようです。私は面と向かっていわれたことはあまりありませんが、やはりそういう声はあるようです。たとえば各原則の語尾も「すべきである」というような表現を使っています、健全な企業人からすると、こうしたことを上から目線でいわれるのはあまり快くはないと思うのですね。

ただその一方で、先ほど申し上げたようなコラムが出てきたり、あるいは「確かに納得できる部分もあるじゃないか」というお話も、若干社交辞令も入っているのかもしれない。若干れとなく聞こえてくることもあります。投資家サイドだけでなく経営者サイドの方からみても、その価値を共有していただけるようなコーポレートガバナンス・コードという枠組みが策定されたのであれば、非常にうれしく思いますし、後はプライベートセクターの中で、その枠組みをより有効に活用して、日本のコーポレートガバナンスの実績を改善していただければと思います。

(ゆふ・もとゆき)