

昨

年6月にコーポレートガバナンス・コード（CGコード）が設けられてから、1年がたつ。アベノミクスの成長戦略の中で導入され、「稼ぐ力」を高めるために、企業と機関投資家の対話の活発化や社外取締役の採用などが規定された。しかし、その内容は企業と投資家の間に落ちるものには見えない。

この1年間で企業と機関投資家の対話は、大企業で対話件数が多少増えたくらい。対話の内容や対応はあまり変わっていないようだ。

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の調査によれば、企業にとって機関投資家との対話で参考になったテーマは、回答の3分の2が「資本政策・資本効率」についてだった。しかし、CGコードが導入される以前から、株主資本利益率（ROE）の向上策や増配といった資本政策・資本効率は重視されてきた。つ

まり、従来の対話テーマが中心課題として扱われ続けている。

入れたくない社外役員

CGコードは、最低2人以上の社外取締役の採用を規定している。それにより、この1年間で起きた実質的な変化は、「監査等委員会設置会社」への移行企業が増えたことだ。監査等委員会設置会社は2015年5月に導入され、15年で約200社が移行、16年3月時点には移行表明企業が累計500社を超えた。今後はまだ増えそうだ。

「監査等委員会設置会社」とは、監査役を置かず、代わりに委員の過半数を社外取締役で構成する監査等委員会を設置する会社だ。従来の「監査役設置会社」は、社外監査役が最低2人必要なことに加えて、CGコードが規定する独立社外取締役も2人以上必要だ。つまり、計4人以上の社外役員の選任が期待される。これに対して監査等委員会設置会社は、監査等委員である社外取締役を最低2人選任すれば足りる。

従来の監査役設置会社から監査等委員会設置会社へ移行すれば、取締役会の権限を社長に委譲することで意思決定の迅速化が図れることや、監査機能を有する者が取締役会に加わることでガバナンスを強くすること

以下の会社も530社以上存在する。こうした企業の中には、役員全体で6〜7人の企業もあり、そのうち4人以上の社外役員は、多すぎるだろう。

さらに、月に1〜2回しか出社しない社外役員への報酬がかさめば、従業員の士気にも影響する。監査等委員会設置会社に移行して社外役員を少なくしておきたい企業には、このような配慮もあるのだ。

他人事のCGコード

いまだに社外取締役を選任していない企業も、少ないが存在する。社外取締役を選任しない企業は、会社法によって「社外取締役を置くことが相当でない理由」を株主総会招集通知の中で説明しなければならない。

その理由例としては、「当社の経営規模・体制を総合的に勘案すると、ガバナンスは適正に構築、運用され

ていることを踏まえ、社外取締役を設置していません」(中越バルブ工業)、「当社の業務に関しては、経営判断及び業務執行が極めて属人的な人的資産やスキルに大きく左右されるため、これらを伴わない取締役にによる経営判断が介入することは、迅速性のみならず妥当性を欠いた業務執行を招き、かえって企業価値を毀損する恐れがあると言わざるを得ません」(住友不動産販売)などがある。できれば社外取締役を選任したくないというのが、少なからぬ企業の本音であろう。

しかし上場企業は、会社法で1人、CGコードで2人以上の社外取締役選任を求められている。これに従わないなら、その理由を説明しなければならない。選任しないという選択はとりづらぬ。多くの企業が監査等委員会設置会社に移行したこともあり、15年には新興市場を含めた上場企業の87.3%が社外取締役を選任した。前年比で22.9%増の大幅増だ。これだけ選任が進めば、経営者から社外取締役懐疑論は出にくくなり、大所高所から有益な助言をもたらしているとの報告が多く聞かれるようになる。だが、それが本心からの言葉かは疑問だ。

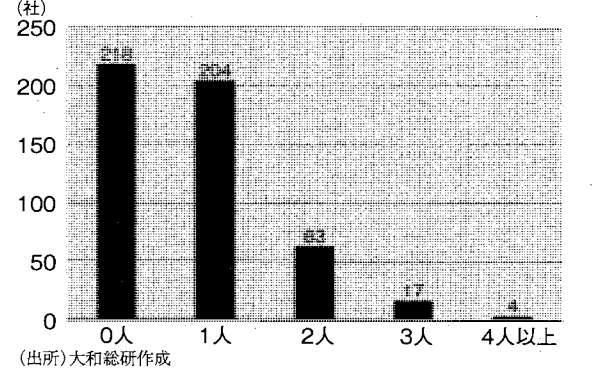
CGコードの導入は、政府主導の成長戦略の一環である。社外取締役といえども、建前は企業価値増大

ガバナンス・コード対応に苦慮 形だけの社外取締役の増加

2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが導入されてから1年がたつ。しかし、成果と言える大きな変化はなかった。

鈴木 裕
(大和総研主任研究員)

監査等委員会設置会社へ移行前の社外取締役数



とができると言われている。だが、移行最大のメリットは社外役員（取締役および監査役）を少なくとどめておけることだ。企業状況に精通していない社外役員をあまり多く選任したくない企業にとって、監査等委員会設置会社への移行は苦し紛れの答えであろう。

現に、移行した企業506社のうち、移行前の社外取締役がゼロだった企業は218社と最多。移行前の社外取締役が1人のみの企業と合わせると全体の8割に上る(図)。移行企業は、巨大企業よりも中堅規模の企業が多く、メーカーや機械・工業、金融など業種は多岐にわたる。

東証1部、2部以上場する約2500社のうち約1200社は、従業員が500人以下。従業員200人

や株価上昇への貢献が求められる。そのためには、社外取締役の報酬もそうした目的に合った業績連動型・株価連動型報酬の設計があつてしかるべきだ。

だが、CGコードでは、社外取締役の報酬について何の言及もない。現状を見ると社外取締役の報酬は、年200万円以下から2000万円程度まで幅があるが、ほとんどが固定給のようだ。業績連動型・株価連動型報酬は通常付与されない。

CGコードは、企業に対応の苦慮を強いる社外取締役の複数選任を半ば強制しながら、その「存在を生かすような対応がとられるか否か」が成否の重要な鍵となると考えられる」とまるで他人事のようなうた。

「株式会社」という制度には債権者、取引先、従業員や顧客を含め、さまざまな関係者がいる。しかし、主たる利用者は、株主と経営者であるはずだ。日本のガバナンス改革には利用者視点が必要だ。

2年目最大の課題 取締役会の実効性評価

コーポレートガバナンス・コード（CGコード）は、取締役会の実効性評価・開示を毎年行うように求めている。

取締役会の実効性評価とは、企業の取締役会が経営戦略の提示、適度なリスクテイクの判断、経営陣の監督などができているか、自己評価を踏まえて分析する作業だ。評価を行わない場合には、その理由をコーポレートガバナンス報告書に記載しなければならない。

東証調べによると、2016年3月末時点で評価を行っているのは上場企業の35.88%にとどまる。初年度は対応ができていなくとも仕方ない。だが、CGコード導入の2年目は、取締役会の実効性評価が最大の課題となる。

企業は、取締役会の実効性評価の対応に最も苦勞をしている。自己評価を参考にすること以外にはどのように

評価をすべきかがCGコードで示されておらず、企業は手探り状態だ。

評価結果としては、「当社の取締役会がうまく機能している」という趣旨以外の開示は考えにくい。改善すべき課題を記すにせよ、その内容は、資料の事前配布の徹底や審議時間の確保など当たり障りのないものとなる。万が一、取締役会の実効性に疑いがあるという評価結果が出たとしたら、それは企業にとって機密情報であり、そもそも容易には公表されないはずだ。

取締役会実効性評価は、日本以外にも多くの国々で実施されている。しかし、米ナスダックは評価を企業の自主的な対応に委ね、ニューヨーク証券取引所やカナダは評価の方針とプロセスのみ開示を求めている。一方日本では、評価結果の概要まで開示を求めているので、企業は腐心している。

(鈴木 裕)