

「稼ぐ力」を増すための ガバナンス・コードとは？

鈴木 裕

要 約

2015年6月の株主総会シーズンからの適用を目指して、コーポレートガバナンス・コードの検討が進められている。内容は今後の検討に委ねられるが、これまでの政策提言等からは、社外取締役の増員や機能の強化が盛り込まれる可能性が高いように思われる。

コーポレート・ガバナンスに関する改革は、大きな企業スキャンダルの後に行われることが多い。米国のエンロン事件等の後は、ニューヨーク証券取引所の上場規則等の改正によって、上場企業の社外取締役の増員や機能の強化を促されることとなった。米国における社外取締役中心のコーポレート・ガバナンスは、こうした企業スキャンダルへの弥縫策として進んだとみることもできる。

しかし、リーマン・ショック後に米国で制定されたドッド＝フランク法は、社外取締役の役割を拡大するというよりは、株主による直接的なコーポレート・ガバナンスに道を開いているとみることもできる。この点、わが国では株主総会の権限が強く、ドッド＝フランク法が意図した株主の権利拡大は、既に実現されているといえよう。

コーポレート・ガバナンスに関する他国の取り組みを参考にしつつも、わが国の企業が抱える問題点を特定し、それに合った改善策を検討することが期待される。

目 次

1. コーポレートガバナンス・コード策定を目指す再興戦略改訂版
2. コーポレートガバナンス・コードに向けた政策提言
3. 株主によるコーポレート・ガバナンスの導入
4. むすび

1. コーポレートガバナンス・コード策定を目指す再興戦略改訂版

6月24日に公表された『日本再興戦略』改訂2014¹（以下、再興戦略改訂版）では、コーポレート・ガバナンスに関連する政策が重視されており、今後様々な改革が進められるようである。既に、社外取締役の導入促進を意図した会社法改正が行われたほか、機関投資家の影響力を投資先企業の持続的成長の実現に活かす日本版スチュワードシップ・コードも策定されている。日本版スチュワードシップ・コードは「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」²であるが、このような対話の相手方である企業の行動を規律づける必要性もあるのではないかと考えられてきた。そこで、コーポレートガバナンス・コードを策定し、再興戦略の中に企業行動を位置づけることが検討されるようになった。

再興戦略改訂版では、コーポレートガバナンス・コードに関連して次のように記述されている。

○「コーポレートガバナンス・コード」の策定
・持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、東京証券取引所が、新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。上場企業に対して、当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合はその理由の説明を求める。

【来年の株主総会のシーズンに間に合うよう策定】

（出所）再興戦略改訂版

今後は東京証券取引所と金融庁が共同事務局となって有識者会議に諮り、基本的な考え方を2014年秋までにまとめ、それを受けて東京証券取引所が2015年の株主総会シーズンに間に合うようにコードを制定する予定だ。

コードの策定に当たっては、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等や「OECDコーポレートガバナンス原則」を踏まえ、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする。このため、東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する。新コードについては、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）を求めるものとする。

（出所）再興戦略改訂版

再興戦略改訂版では、「日本企業の『稼ぐ力』、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民（家計）に均てんさせるには何が必要か」と問い、その回答として「まずは、コーポレートガバナンスの強化」を挙げている。コーポレートガバナンス・コードは、「稼ぐ力」を引き上げるための手段の一つとして位置づけられている。本稿では、こうした「稼ぐ力」と関係づけ

1) 『日本再興戦略』改訂2014－未来への挑戦－（平成26年6月24日）

<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>

2) 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会『『責任ある機関投資家』の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』（平成26年2月26日）

られたコーポレート・ガバナンス改革は、欧米でのコーポレート・ガバナンス改革の経緯とは、異質であるかもしれないとの問題提起を目指している。コーポレートガバナンス・コード策定に向けて出されている様々な政策オプションは、企業スキャンダルの再発防止策として、主に米国で導入が進んだものと重なるだけでなく、その有効性に疑問があると考え余地もありそうなことを示し、「稼ぐ力」を意識した独自の検討が求められることを指摘したい。

2. コーポレートガバナンス・コードに向けた政策提言

コーポレートガバナンス・コードの具体的な内容は、今後の検討にかかってくるが、再興戦略改訂版に先立って自由民主党が明らかにした「日本再生ビジョン」³（以下、自民党提言）には、いくつか具体的な事項が例示されている。また、コーポレートガバナンス・コードの策定を進める旨が公表されると、早くも様々な団体から、コーポレートガバナンス・コードに盛り込むべき事項について政策提言が出されるようになった。特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワークが理事長コメントの形で、社外取締役の複数選任などを骨子とする提言を出している⁴（以下、C G - ネット提言）。また、米国の機関投資家団体 Council of Institutional Investors⁵（以下、C I I 提言）や、在日米国商工会議所⁶（以下、

A C C J 提言）からも意見書が出されている。図表1ではこれらの政策提言がコーポレートガバナンス・コードに盛り込むべきとしている事項を整理して示した。それぞれの政策提言での表現を筆者の読解で整理したものであり、別様の解釈も当然あり得るだろうが、参考として掲げておく。例えば、A C C J 提言による「コーポレート・ガバナンスにおける株主およびその他のステークホルダーの役割」を、コーポレートガバナンス・コードに含めるべきとの指摘は、株主やステークホルダーが企業と対話をするべきという意味とも考えられるとすれば、「株主と企業の対話促進」の項目に含ませた方がいいかもしれない。

政策提言の項目を整理してみると、コーポレートガバナンス・コードに関する内外の関心は、おおむね一致していることが分かる。それぞれの政策提言が、例えば社外取締役のサポート体制の充実などの事項に具体的に言及していないからといって、不必要だと排除しているわけではないだろう。独立性の高い社外取締役を今以上に多数選任することで、取締役会の機能を高めることを目指しているという点では共通している。取締役研修や新たな会議体の設置は、それを達成するための様々な手段の一つとして検討されているとみていいだろう。

これらの政策提言に表れる項目の多くは、米国ニューヨーク証券取引所の上場規則“303A.00 Corporate Governance Standards”（以下、N Y S

3) 自由民主党日本経済再生本部「日本再生ビジョン」（平成 26 年 5 月 23 日）
<https://www.jimin.jp/news/policy/125096.html>

4) 特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク理事長コメント「コーポレートガバナンス・コード策定に向けた提言」（平成 26 年 7 月 29 日）

5) Council of Institutional Investors 安倍総理大臣宛書簡（2014 年 7 月 9 日）

6) 在日米国商工会議所意見書「ベストプラクティスの採用と開示の統一化を日本の上場企業に促すためのコーポレート・ガバナンス・コードの導入」「投資促進を通じた持続的経済成長の実現に向け日本のコーポレート・ガバナンス改革のさらなる推進を」

E 規則) に同様の規定を見いだすことができる。しかし、それらが置かれるようになったのは、2003 年改正からであり、比較的最近の話なのである。この時の N Y S E 規則改正では、監査委員会の機能強化や社外取締役の独立性の再定義、社外取締役の増員など、広範囲に及んだ。改正以前は、上場各社が策定するコーポレートガバナンス・ガイドラインについて何の規定も置かれていなかったが、取締役研修を含む様々な事項を盛り込んだガイドラインを策定し公表せよ、ということになったのである。

当時の米国は、2001 年のエンロン事件から始

まった大企業を舞台にした不正会計事件の頻発によって上場企業と証券市場への信頼が喪失していた。こうした状況への対応として、2002 年に Sarbanes-Oxley Act として知られる企業改革法 (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002: 上場企業会計改革および投資家保護法) が制定され、監査の品質管理・独立性の強化、情報開示の強化、財務報告に関する内部統制の構築・維持責任等を含む、広範で詳細な規定が新たに設けられた。N Y S E 規則の改正は、このような中で行われたのである。

以下、政策提言がそろって取り上げている取締

図表 1 政策提言にみるコーポレートガバナンス・コードの内容

	自民党	CG - ネット	米国 C I I	米国 A C C J
社外取締役の増員	○	○	○	○
社外取締役のサポート体制	○	○		
株主と企業の対話促進	○	○		
株式持ち合いの制限	○			
社外取締役等による会議体	○	○	○	(○)
取締役指名手続きの透明性確保	○	○		○
取締役報酬の透明性確保	○	○		
監督機能と執行機能の分離 / 取締役会議長と C E O の分離	○	○		○
幹部 (取締役) 研修の充実	○	○	○	○
社外取締役の最長在任期間		○		
役職員向け倫理基準の策定と公表			○	○
取締役会の構成人数等の適正化			○	○
取締役会自体のパフォーマンス評価			○	
各種委員会の構成や機能				○
コーポレートガバナンスにおける株主・ステークホルダーの役割				○

(出所) 自由民主党日本経済再生本部「日本再生ビジョン」(平成 26 年 5 月 23 日)、特定非営利活動法人日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク理事長コメント「コーポレートガバナンス・コード策定に向けた提言」(平成 26 年 7 月 29 日)、Council of Institutional Investors 安倍総理大臣宛書簡(2014 年 7 月 9 日) および在日米国商工会議所意見書「ベストプラクティスの採用と開示の統一化を日本の上場企業に促すためのコーポレート・ガバナンス・コードの導入」「投資促進を通じた持続的経済成長の実現に向け日本のコーポレート・ガバナンス改革のさらなる推進を」をもとに大和総研作成

役などへの研修、社外取締役等による会議体の設置、および社外取締役の増員について、主に米国の事情との比較による検討を試みたい。

1) 取締役研修

取締役等に向けた研修については、自民党提言、CG-ネット提言、CII提言、ACCJ提言のいずれも言及している。自民党提言では、コーポレートガバナンス・コードに「(中略) 幹部研修のあり方など、日本の上場企業のあるべき企業統治の具体的姿を示」すべきであるという。CG-ネット提言も「社外取締役等の研修の在り方等」を検討すべきポイントの一つとしている。CII提言は、「取締役は独立した機関から取締役の受託者責任と法的責任についての研修を受けるべきである」と研修の内容も示している。ACCJ提言は、「取締役の研修、オリエンテーション、および評価」に関する説明をコーポレートガバナンス・コードの内容に含ませるべきであるという。

NYSE規則も取締役の研修についての定めを置いている。NYSE規則の“303A.09 Corporate Governance Guidelines”は、各企業がコーポレートガバナンス・ガイドラインを策定して公表することを定めて、ガイドラインに盛り込むべき事項を列挙している。その中の一つが、“Director Orientation and Continuing Education”(取締役研修および継続的教育)とされている。そのため、NYSE上場の各企業は、取締役研修についての方針を策定して公表している。

取締役に対して経営監視(モニタリング)の役割を果たすことへの期待が膨らめば、そのための知識・経験を持つべきであると考えられる。そのため、研修によってそのような知識・経験を得さ

せようということだ。

NYSE規則の改正によって、上場各社はコーポレートガバナンス・ガイドラインを策定し、その内容の一つとして、数行から十数行で取締役の研修についての方針が記されるようになった。新任時研修と継続研修を行うし、必要があれば取締役はそれぞれ、自己に必要な研修を会社の費用で受けられることを記載する例がよく見られるようだ。現在、多くの会計事務所や法律事務所が、取締役向け研修のプログラムを扱っている。

NYSE規則では、取締役研修を義務化しているわけではなく、研修の方針を策定して公表せよと求めているにすぎない。しかし、実際上は企業側に対して、このような研修プログラムを利用することを強く促すものとなっているのである。

2) 社外取締役のみで構成される会議体

NYSE規則では、上場企業に社外取締役のみで構成される会議体を設置することを義務付けている。これを“Executive Session”と呼ぶが、CEO(Chief Executive Officer)など業務執行役員の参加は禁止されているので、やや分かりにくい用語である。よって本稿では社外取締役会議と記すことにする。

社外取締役会議に関する政策提言は、次のようなものだ。自民党提言は、「社外取締役と監査役による合議体を内部通報窓口にするなど、内部通報制度の充実やその活用に向けた制度の構築が合わせて必要」と内部通報制度と関係させた導入を勧めている。CG-ネット提言は、「会社内部のしがらみにとらわれない活発な議論を促す」との項目の中で「社外取締役だけ、又は社外取締役及び社外監査役だけで議論する場の設置」を言う。CII提言は、「独立取締役は業務執行取締役や

ても、その機能や構成には様々な考え方があり得る。社外取締役中心の会議体にどのような役割を期待するのか、その役割を果たすためには、どのような構成にするべきか、どのようなインセンティブが必要か、サポート体制はどうあるべきか、既存の法制度との位置づけはどうかなど、わが国の実情に即した検討が必要のように思える。

3) 社外取締役の増員

自民党提言では、コード案として「上場株券の発行者は、取締役である独立役員を少なくとも2名以上確保することとする」と、独立社外取締役の複数選任を義務的にしようとしているし、C G - ネット提言は「社外取締役等の複数選任化の是非」を論点としている。C I I 提言では、「独立取締役は少なくともボードの三分の二以上を占めるべきである」とのポリシーが示されている。また、A C C J 提言は、「上場企業の取締役の少なくとも三分の一を独立社外取締役とすることを義務付けるよう会社法および東証等の日本の証券取引所の上場規則を改正すること」を求めているが、コーポレートガバナンス・コードについては、「業務執行取締役と独立社外取締役の割合を含む、取締役会の構成」を検討するべきであると示している。

社外取締役の選任が日本でも進んでいるとはいえ、複数選任をしている企業はまだまだ少ない。大幅な増員は相当高いハードルとなるだろう。

N Y S E 規則では取締役会メンバーの過半を独立社外取締役にすることを定めているが、もとも

と米国でも、1960年代にはあまり社外取締役を選任することはなく、半数ほどは社内の出身者が取締役に就いていたようだ。1970年に266社の大企業を調査したところ、取締役の54%は社内出身者で、26%が関係者（affiliated director）、社外は20%であったという。これが、1980年には、社内43%、社外31%となり、1990年代に入ると社外出身者の割合が増加していったという。エンロン事件の直前の2001年には、上場企業の4分の3で、取締役会メンバーの過半数は社外出身者になっていた⁷⁾。エンロンもそうした企業の一つであった。

社外取締役は、経営の監視者としての機能を期待されている。これをモニタリング・モデルということがある。これに対して、監視機能ではなく、学識や経験を経営に活かすことを期待されることもあるが、これはアドバイザー・モデルということがある。この二つの機能は背反的なものでなく、共存可能であろうが、現在のところモニタリング・モデルを中心に社外取締役や取締役会の機能を考えることが、わが国では主流なようだ⁸⁾。

米国でも、モニタリング・モデルに立ち、経営者を多くの社外取締役が監視して、株主をはじめとするステークホルダーの利益を守ろうとしている。独立性のある社外取締役が過半を占める取締役会が経営者を監視することが、株主やステークホルダーの利益を守ると考えられているのである。

報酬委員会や指名委員会が専ら独立社外取締役のみで構成されるべきであることや、取締役会全体で独立社外取締役が過半を占めるべきことがN

7) Jeffrey N. Gordon "Independent Directors and Stock Market Prices"

<https://www.law.virginia.edu/pdf/olin/conf07/gordon.pdf>

8) 一般社団法人日本取締役協会「社外取締役・取締役会に期待される役割（2014）」（2014/03/07）

http://www.jacd.jp/news/odid/140307_post-134.html

NYSE規則に定められたのは、エンロン事件後の2003年であるが、それ以前から独立社外取締役の比率は大きくなっており、新たなNYSE規則への準拠が、企業にとって困難な課題だったと言うことではない。エンロン事件以前から、独立社外取締役が経営者報酬や取締役人事の決定に関わることによって経営者監視というコーポレート・ガバナンスに中心的な役割を果たすべきということとは、広く承認されていたということであろう。しかし、こうした社外取締役をコーポレート・ガバナンスの中心に据えるべきとする考え方には、批判もある^{9,10}。また、次節で述べるようにリーマン・ショック後には、独立社外取締役よりも株主による直接的なコーポレート・ガバナンスへの取り組みが、解決策として選択されるようになってきたとみることもできるのである。

3. 株主によるコーポレート・ガバナンスの導入

社外取締役を中心に置いたコーポレート・ガバナンスがエンロン事件後に明示的に推進されており、これら米国の取り組みに学び、わが国のコーポレートガバナンス・コードでも、同様の仕組みを導入すべきと提言されているのである。しかし、社外取締役を中心として、企業経営の監視を行おうとする発想は、有効性を疑われてきたし、リーマン・ショック後は、監視機能を株主自らが果たすべきであるとする趣旨の制度改正が欧米で実施されている。

1) 米国における株主主導のコーポレート・ガバナンスの導入

周知の通り米国では、サブプライム・ショックやリーマン・ショックと呼ばれた金融危機の再発を防ぐことを目的として、2010年7月に金融改革法（ドッド＝フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律：Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下、D F法）が制定され、コーポレート・ガバナンスの大きな改善を図ろうとしている。D F法は、広範な金融規制改革を目指すものであるが、取締役候補者を株主自ら提案できるようにする「Proxy Access」や、経営者報酬の在り方を株主に問う「Say On Pay」など、株主の権限を拡大する改正も多く含まれている。また、審議段階でD F法には含まれなくなったが「Majority Voting」も、株主の力を強めようとするものだった。これらは、取締役選任や経営者報酬の決定プロセスにおいて株主の参加を強化するものであり、社外取締役中心のコーポレート・ガバナンスから距離を置き、株主の関与を強めようとするものだ。

こうした株主による直接的なガバナンス機能の強化は、これまで米国で進められてきた取締役会中心のガバナンスとは異質なものといえるのではないだろうか。

① Proxy Access

取締役候補の決定も経営者報酬の決定も、独立社外取締役によって構成される指名委員会や報酬委員会が適正に決定できているならどちらも不要

9) Lauren Cohen, Andrea Frazzini and Christopher J. Malloy "Hiring Cheerleaders: Board Appointments of "Independent" Directors"

<http://www.nber.org/papers/w14232>

10) Damon A. Silvers and Michael I. Garland "The Origins and Goals of the Fight for Proxy Access"

<http://www.sec.gov/spotlight/dir-nominations/silversgarland022004.pdf>

図表 2 企業スキャンダルとコーポレート・ガバナンス改革

2001 年～ 2002 年頃			2007 年～ 2008 年頃	
NYSE 規則	取締役研修の方針策定	(規定なし)	取締役研修に関する方針を策定して、コーポレートガバナンス・コードに記載する	取締役研修に関する方針を策定して、コーポレートガバナンス・コードに記載する
	社外取締役による会議体 (Executive Session)	(規定なし)	経営陣が参加することのない、非業務執行取締役による会議を定期的に開催する。独立性のある社外取締役のみの会議を少なくとも年に一回開催する。	経営陣が参加することのない、非業務執行取締役による会議を定期的に開催するか、あるいは独立性のある社外取締役による会議を定期的に開催するかを選択できる。
	社外取締役の人数	取締役会には少なくとも 2 名の社外取締役を要する。(「社外」の定義規定は置かれていない。)	取締役会には、過半数の独立社外取締役を要する。(「独立」について定義規定を置いている。)	取締役会には、過半数の独立社外取締役を要する。(「独立」について定義規定を置いている。)
エンロン事件				
リーマン・ショック				
エンロン事件後に制定された “Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002” : 上場企業会計改革および投資家保護法 (サーベンス・オクスリー法 / SOX 法) の主な項目				
○上場企業会計監督委員会 (Public Company Accounting Oversight Board ; PCAOB) を設立し、監査法人の監督機関とする。				
○監査法人は、上場企業に対し非監査業務を、監査業務と同時に提供してはならない。				
○証券アナリストの独立性を確保する。				
○CEO、CFO に対して財務報告に係る内部統制の有効性を評価した内部統制報告書の作成を義務づけるとともに、監査法人による内部統制監査を義務づける。				
○財務情報について、情報開示を充実する。				
○内部通報者の保護を図る。				
エンロン事件後に SEC が策定した “Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies” : 投資会社の議決権行使状況の開示規則				
○投資信託が株式を保有する投資先企業の株主総会議案についてどのように議決権を行使したか、個別会社の個別議案ごとに公表する。				
リーマン・ショック後に制定された “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” (ドッド＝フランク・ウォール街改革及び消費者保護に関する法律) におけるコーポレートガバナンス関連の主な項目				
○「Say On Pay」: 経営者報酬およびゴールデン・パラシュートに関する議案を株主総会決議の対象にする。				
○「Pay Ratio」: 経営者報酬の業績連動や CEO と従業員の賃金格差に関する情報を報酬報告書に記載する。				
○「Proxy Access」: 株主が提案した取締役候補者を会社が作成する株主総会議案説明書に記載する。				
○CEO と取締役会長の兼務に関わる情報開示。				

(出所) 各種資料を基に大和総研作成

な制度のはずだが、D F法はこれを導入している。指名委員会や報酬委員会が、株主一般の利益を代表して適正な決定ができていいるなら、株主が取締役候補を提案したり、経営者報酬に関する議案を株主総会で諮ったりする必要はないはずだ。

指名委員会が、実際にはC E Oが推薦する候補を追認するのみで、結局C E Oが取締役人事を支配している状況は、変わっていないという批判は今も有効であろう。社外取締役で構成される指名委員会は、当然のように上場企業の中に組織されているが、C E Oが選定に関与した候補者を指名委員会が承認し、株主総会に選任議案として上程されることが多いようだ¹¹。仮に機関投資家などの株主が、指名委員会に候補者を推薦することがあったとしても、選考の過程で落とされるというのが普通であった。指名委員会がつくられたとしても、それはC E Oの影響下にあり、C E Oが欲する取締役候補を追認する組織にすぎなかったのである。そのため、エンロン事件後に独立性の高い指名委員会の設置を定めるN Y S E 規則の改正が行われた。指名委員会がC E Oから直接影響を受けないように、独立社外取締役のみでC E Oをはじめとする取締役候補者を決めようという趣旨である。

しかし、そのわずか6年後には、Proxy Access が導入されることになった。もっとも、Proxy Access は、一度は公表された関連規則が、経営者団体からの提訴によって無効とされたため、いまだに実施はされていない¹²。株主主導での取締役候補の

議案化は、それほど経営者団体にとっては、不都合なものだったのである。逆に言えば、独立社外取締役中心の指名委員会という仕組みは経営者団体からの反発も少なく、C E Oが実質的に取締役人事をコントロールできるということなのだろう。

株主主導での取締役選任を可能にする Proxy Access のS E C案では、株式の3%以上を3年間以上継続して保有する株主（または株主グループ）は、取締役数の25%以下（または1名）の取締役候補者を提案し、会社が作成・配布する株主総会議案説明書（Proxy statement）に記載できるとされた。これによって、株主は低コストで取締役選任議案を争うことができるようになる。わが国の株主提案権に比べれば、持株数・期間の制限が厳しいし、提案取締役数の上限があるなど、株主にとってはかなり使いにくい制度であるように思える。しかし、従来は、取締役選任を株主が経営陣と争おうとするならば、委任状争奪を伴うかなりコスト高の方法しかなかったのに比べれば、株主主導の取締役選任を劇的に容易化するものといえるだろう。しかし、「Proxy Access」に対する企業経営者団体からの反発は強く、規則無効を求める訴訟を経て、性急な実施により不測のコストを要したり、不明確な規制が無用の混乱を生じさせる恐れがあるとの見方に配慮し、S E Cは、再検討を行うことを決めた。

社外取締役がコーポレート・ガバナンスの中心になることを期待し、その役割を拡大してきた米

11) Michael E. Murphy "The Nominating Process for Corporate Boards of Directors: A Decision-Making Analysis" (September 2008)

<http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1053&context=bblj>

12) U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION File No. S7-10-09

<http://www.sec.gov/rules/other/2010/33-9149.pdf>

国でも、社外取締役が果たして期待通りに機能するかを疑問視する声が途絶えることはない。これは、構造的偏向といわれる考え方^{13,14}。社外取締役の候補者選考にあたり、CEOが大きな影響力を持っているのであるから、CEOに近い人物が選ばれることは明らかであろう。

そのような社外取締役は、株主の利益というよりはCEOの利益を優先して行動することになるという。社外取締役は、一般株主の利益を代表して企業経営の監視をすることが期待されているが、果たして社外取締役にそのような動機があるかは、あまり問題視されていない。しかし、そもそも社外取締役がCEOに近い人物であるとすれば、一般株主の利益を重視するなどということを期待できるのだろうか。

この構造的偏向の考え方に対しては、懐疑論もある。社外取締役は、株主の利益を重視する動機を持っているはずだという主張だ。社外取締役が一般株主の利益を重視した行動をとるだろうという根拠の一つに、社外取締役の職業倫理に期待できるからだという見解がある。これは、社外取締役は弁護士や大学教授など、正義や真理を追求する職業を本業にしている場合があり、それらの職業倫理が社外取締役としての機能に反映されるという考え方である。また別の根拠としては、いわゆる社外取締役市場における自身の価値の維持・上昇も社外取締役が期待通りの機能を果たす動機となるとも言われる。これは、社外取締役自身が、自らの社外取締役としての適格性、すなわち経営監視者としての能力をアピールすることが、その社外取締役

自身にとって得策になるという考え方だ。社外取締役として有能であることを外部に明らかにすることで、^{じこ}爾後も社外取締役に選任され、その役割にふさわしい報酬を得られると期待できるからだ。

構造的偏向論は米国企業に社外取締役が多数いる理由をよく説明できるように思える。米英では、経営者の判断によって会社に損害が発生したとして、株主が経営者を訴えたとしても、多くの場合、その訴訟は打ち切られる。日本でいう代表訴訟が提起された場合、独立社外取締役によって構成される特別訴訟委員会が、その代表訴訟が会社の最善の利益にならないと判断すれば、多くの場合、裁判所はその判断を尊重して訴訟を終了する。社外取締役といえども請求内容に利害関係を有している場合には、特別訴訟委員会の構成メンバーとはなるべきではなく、仮にメンバーとなっているとすると、そのような特別訴訟委員会の判断は訴訟上尊重されないことがある。つまり、企業の経営判断と利害関係がなく、独立性が高い者を社外取締役にすることで、経営者を訴訟リスクから切り離す効果があるということだ。

米国におけるコーポレート・ガバナンスの仕組みは、社外取締役をその中心に据えてきた。しかし、社外取締役がCEOの影響下から脱することができないならば、CEOに対する監視機能など期待することはできない。特別訴訟委員会の構成メンバーがCEO寄りの判断を下すからこそ、米国では社外取締役の選任が進んでいると考えられる。そのような視点からは、社外取締役が一般株主の利益を擁護する役割を果たすことは期待しに

13) 釜田薫子「米国における社外取締役の独立性と構造的偏向」(2011年)

http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/infolib/user_contents/kiyo/DBc0580202.pdf

14) 仮屋広郷「法と経済学から見た社外取締役」(2002年)

<http://hdl.handle.net/10086/10324>

くいののではないだろうか。そこで、CEOを介さずに直接株主が社外取締役候補者を立て株主総会に問うことを可能にする Proxy Access の導入が検討されるのである。リーマン・ショック後の制度改正には、こうした株主主導を導入しようとする傾向が色濃く表れている。

② Say On Pay

Say On Pay は、経営者報酬を株主総会の議案にし、株主の賛否を問うものである。関連規則も既に制定されており、2011 年 1 月 21 日以降に開催された上場企業の株主総会から適用されている。従来米国では個別報酬の詳細な開示はあるものの、株主に賛否を問うことはなく、報酬委員会の判断は受けたとしても、経営者報酬の決定に際して株主の関与はなかった。このような状況を変えるものとなっている。

Say On Pay の株主総会決議は、勧告的決議 (Advisory Vote) とされている。これは決議結果に拘束力を認めないもので、仮に経営者報酬議案が反対多数であったとしても、企業側としては、議案通りの報酬を支払うことも可能だ。しかし、多くの反対票は報酬見直しを迫る事実上の圧力として、報酬体系を株主の意向に沿ったものに変革する契機となり得る。

企業を動かすのは人間であり、人間を動かすのは報酬である。コーポレート・ガバナンス改革に魂を入れるとすれば、報酬が適正に決定されるようにするという視点を欠いてはならない。報酬の詳細を開示し、それを多くの株主が精査する Say On Pay は、株主の視点を報酬決定プロセスに導入することで、

企業価値を増大させるための動機付けとなるような報酬体系を実現することを目指すものである。

2011 年以降、米国ではこの Say On Pay が実施されているし、英国では米国よりも早い 2002 年から始まっている。欧州の多くの国々でも導入が進んでいる。こうした制度の導入によって、実際に経営者報酬の適正化が進んだかどうかは、疑問となるところもある。しかし、コーポレート・ガバナンス改革の方向として、経営者報酬の決定プロセスにおける株主の関与を強めようとする動きが、近年急速に強まっていることは確かであろう。

③ Majority Voting

米国の株主総会における役員選任議案では、「Plurality Voting Standard」(多数投票基準) が多くの会社で採用されている。これは、定数に達するまで、得票数の多い者順に取締役として選任されることを意味する。定数内であれば、ある取締役候補者について、たとえ 99% の議決権が投票を留保したとしても、1% の議決権が賛成していれば、その候補者は選任されることになる¹⁵。これに対し行使議決権の過半数の賛成がなければ可決できないとするのが「Majority Voting」だ。日本における監査役・取締役の選任決議はこれである。Plurality Voting のままでは、どんなに適格性を欠く候補者であっても対立候補を立てなければ取締役就任を阻止できない。これでは、株主の多数意見が取締役選任に反映できず、株主主導のコーポレート・ガバナンスの実現は極めて困難になってしまう。そこで、一部の機関投資家は、D F 法の検討以前から、株主提案や投資先企業

15) 安本政恵「アメリカとイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度に関する一考察 (一) —ステークホルダーの利益保護という視点から—」(2009 年)
http://ir.lib.hiroshima-u.ac.jp/metadb/up/kiyo/AN0021395X/HLJ_33-2_174.pdf

との対話を通じて企業に「Majority Voting」の採用を働きかけてきた。その結果、今ではS&P500の構成銘柄では、およそ3分の2が何らかの形でMajority Votingを取締役選任制度に反映させるに至っている。しかし、実際は、賛成が半数以下しか得られない場合であっても、直ちに取締役会から排除されるということでもないようだ¹⁶。

2) E Uにおける株主主導のコーポレート・ガバナンス推進

こうした株主中心のコーポレート・ガバナンスへの転換は、米国だけでなく欧州でも進みつつある。E Uは、株主権強化に向けて株主権指令を発出しており、これまでも株主総会議案に関する株主提案の容易化や、株主総会招集通知の早期発送、決議結果の集計公表などの成果¹⁷を挙げてきた。2014年4月には、株主権指令の改正案¹⁸を明らかにしており、この中でも一層の株主権強化をうたっている。

E Uの株主権指令は、機関投資家がコーポレート・ガバナンスの改善に重要な役割を果たすべきであって、そのための行動原則を策定して公表すべきであるとしている。機関投資家が、株主としての権利を活用して、投資先企業との対話を深めることで、企業価値の増大に結実させていくべきであるとの考え方を示しており、先般策定された日本版スチュワードシップ・コードと同様の視点に立脚している。

経営者報酬については企業価値の増大を図るよ

う経営者を動機付ける必要があり、そのプロセスに株主が強く関与すべきことが推奨されている。企業価値の増大と関連付けられた経営者報酬政策が株主総会の議案とされ、それに対して株主が承認を与えるスキームを導入すべきであるとしている。かつてE Uでもソフト・ローによって経営者報酬の適正化が模索されたこともあるが、その有効性は疑問視されており、経営者報酬を株主のコントロール下に置くことをE U加盟国に義務付けようとしているのである。

以上のように、欧米のコーポレート・ガバナンスの潮流は、株主の権利を拡充することを目指している。経営者に対する株主の影響力を強めることによって、企業価値の増大を導こうとする方向にあるということだ。

4. むすび

主に米国におけるコーポレート・ガバナンス改革の検討は、企業スキャンダルに端を発したものであったが、日本におけるスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの検討はそうではあるまい。上場企業のスキャンダルはたびたび表面化しているが、これらが直接、今回のアベノミクスによる一連のコーポレート・ガバナンス改革の引き金を引いたということではないだろう。再興戦略改訂版で明示的に表れているように、日本企業の「稼ぐ力」を引き上げるためのエンジンとして、コーポレート・ガバナンスの改

16) GMIRATINGS “95% of Corporate Directors Not Majority Elected Continue to Serve” (2012年8月16日)
<http://www3.gmiratings.com/home/2012/08/95-of-corporate-directors-not-majority-elected-continue-to-serve/>

17) Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies (OJ L184, 14. 7. 2007, p.17)

18) Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:213:FIN>

善への取り組みを位置づける点で、欧米のような企業スキャンダル再発防止策というのとは、かなり色合いが異なるのではないだろうか。企業経営者の報酬の決定や、取締役候補者の決定プロセスにおいて、社外取締役が重要な役割を果たすべきであるとしたのが、エンロン後の米国であり、リーマン・ショック後はこれらのプロセスに株主の関与を加えることとなった。これは、累次の企業スキャンダルの原因が、経営者に過大なリスクを取らせる動機を与える不適切な報酬体系にあったと考えられることや、経営者を監視すべき社外取締役が経営者から独立していないため、監視機能を果たせなかったことを反省した結果であろう。こうした原因と対応策が日本企業の直面する問題にどれほどの示唆を与えるかは、慎重に検討する必要があるのではないだろうか。

リーマン・ショック後に米国での検討が進んだ、「Proxy Access」「Say On Pay」、および「Majority Voting」は、いずれも日本の会社法では既に導入済みとも考えられることにも注意は必要だろう。日本では、株主提案権を行使すれば取締役候補者を招集通知に記載することは可能だ。また、役員報酬は、これを定款で定めている場合を除き（通常定款で定めることはない）、株主総会の決議で定めるとされており、株主のコントロールが及んでいるのである。役員選任議案の可決要件は、定足数を満たした上で行使議決権の過半数であり、Majority Voting となっている。このように、企業スキャンダルの後に、米国で導入が検討された株主の権利拡充というコーポレート・ガバナンス改善の方策は、日本では当然のように行われているのである。こうした既にある手段を、もっと活用することを考えてもいいのではないだろうか。

また、社外取締役に期待される機能を経営監

視（モニタリング）とするか、経営助言（アドバイザリー）とするかは、今後のコーポレートガバナンス・コードの検討においても議論を呼ぶかもしれない。社外取締役は経営者から独立した立場にあるべきだとされるのは、経営監視を中心に考えてきたからである。監視の対象者との関連が濃密であれば、監視者としての適格性は疑われるのである。一方、社外取締役の役割は企業の「稼ぐ力」を強化するというのであれば、経営者からの独立性は、必須の要件ということにはなるまい。企業が置かれた状態や技術・資金・生産力などの制約条件を知った上での助言が求められるとすれば、その企業や経営者とある程度の接点があればならないのではないだろうか。また、企業の「稼ぐ力」を引き上げるために社外取締役の能力を発揮させるには、そのような意欲を喚起するのにふさわしい報酬体系が必要だろう。監視者としての社外取締役に適したインセンティブとは相当異なるように思える。

本稿で記したとおり、欧米のコーポレート・ガバナンス改革は、企業スキャンダルの反省として社外取締役の機能に期待し、また株主による直接的な経営監視を強化してきた歴史であるとみることができだろう。「稼ぐ力」を強めようとする日本のコーポレートガバナンス・コードの検討にあたり、どのような教訓を読みとるべきであろうか。

[著者] _____

鈴木 裕（すずき ゆたか）



金融調査部
主任研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動