

Mizuho Short Industry Focus

「日本版」コーポレートガバナンス・コード原案が有識者会議で了承 ～攻めのガバナンスへの転機～

【要旨】

- ◆ 2014 年 12 月 12 日、金融庁と東証を共同事務局とする有識者会議においてコーポレートガバナンス・コード原案が了承された。今後は、2015 年 1 月 23 日までパブリックコメントに付した後、2015 年 2 月頃にこの原案を確定し、東証では、この原案を踏まえ、上場規則に反映させる見通しであり、全上場企業を対象に、2015 年 6 月 1 日から適用される予定となっている。
- ◆ 今回の日本版のコード原案の最大の特徴は、企業の持続的成長に向けて経営陣が行う迅速・果断な意思決定を後押しするための「攻めのガバナンス」と位置づけられていることであろう。そして、「攻めのガバナンス」実現のため、以下 3 点の日本企業の課題への対応が、具体的にコード原案に盛り込まれていることも特徴である。
 - ①株主との対話の励行とその有効なツールとなる経営ビジョン・中期経営計画の策定
 - ②取締役会の活性化のため、独立社外取締役を最低 2 名以上選任
 - ③株主の平等性を担保するため、政策保有株式の合理性検証
- ◆ 企業の現場からは、本コード原案の背景にある課題認識や対応の方向性などは共有できるものの、実務的な検討・対応には相応の負担が発生することを不安視する声も聞かれる。今後のパブリックコメントを経た東証における細目化のプロセスにおいて、企業の現場の声も反映させながら、極力、実務的な混乱や負担を軽減することで、本コードの適用が、その本旨通りに、企業の持続的成長に貢献する「攻めのガバナンス」となるよう期待したい。

コーポレートガバナンス・コード（原案）が提示、2015 年 6 月 1 日から適用予定

2014 年 12 月 12 日、金融庁と東京証券取引所（以下、東証）を共同事務局とする「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」の第 8 回において、コーポレートガバナンス・コード原案（以下、日本 CG コード原案）が了承された。今後 2015 年 1 月 23 日までパブリックコメントに付した後、2015 年 2 月頃にこの原案を確定し、東証では、この原案を踏まえ、上場規則に反映させる見通し。基本的には、全上場企業を対象¹に、2015 年 6 月 1 日から適用される予定となっている。

コード（原案）は OECD コーポレートガバナンス原則を踏まえ、日本企業の実情を加味して策定

本件の有識者会議は、2014 年 6 月に閣議決定された『日本再興戦略』改訂 2014¹において、「東証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、東証が来年の総会シーズンに間に合うように新たに「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」と盛り込まれたことを受けて、2014 年 8 月に設置された。なお、コード策定にあたっては、『日本再興戦略』改定 2014²で「OECD コーポレートガバナンス原則（以下、OECD CG 原則）」を踏まえ、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価を得られるものとする」と明記されており、以下、OECD CG 原則と今回有識者会議で了承された日本 CG コード原案との比較も適宜行いながら、日本版の特徴を概観していく。

¹ 序文 13 では、本則市場（市場第一部及び市場第二部）以外の市場に上場する会社に対するコードの適用に当たっては、例えば体制整備や開示などに係る項目の適用について、こうした会社の規模・特性等を踏まえた一定の考慮が必要となる可能性があり得るとのこと

日本版の最大の特徴は「攻めのガバナンス」

日本 CG コード原案の最大の特徴は、企業の持続的成長に向けて経営陣が行う迅速・果敢な意思決定を後押しするための「攻めのガバナンス」と位置づけられていることが挙げられる。

コーポレートガバナンスの定義について OECD CG 原則と日本 CG コード原案を比較すると、OECD CG 原則では企業経営の監督、PDCA の仕組みといった「守り」の側面が主として記載されているのに対して、日本 CG コード原案では企業の迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みとして「行動」を支援する「攻め」の側面を明確化している（【図表 1】）。このことは、序文 7 に記載された「目的」においても、「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向上を図ることが主眼」と明記されており、「日本企業の持続的成長を後押ししたい」という強い思いが企業と市場に対して表明されていると推察される。

加えて、日本 CG コード原案では、冒頭のコーポレートガバナンスの定義の中に、株主だけでなく「顧客・従業員・地域社会等」との協働の必要性を明示的に織り込むことによって、企業経営の目的あるいは企業価値向上の要諦がステークホルダーとの共生・協創にあるという、日本の企業文化に強く根付いた考え方についての配慮も窺える（【図表 1】）。

【図表 1】コーポレートガバナンスの定義 OECD/日本比較

OECD CG原則	日本 CGコード原案	日本の特徴
ーコーポレートガバナンスは、会社の目標を設定し、その目標を達成するための手段や会社業績を監視するための手段を決定する仕組みを提供するもの（前文の2段落目）	ー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（序文の定義）	ー経営者の決断を後押し「攻め」のガバナンスを実現するための仕組みと明確化 ー各種ステークホルダーとの共生により企業は成り立っていることを考慮

（出所）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資料より、みずほ銀行産業調査部作成

「攻めのガバナンス」を実現するための仕組みの日本の特徴は大きく3つ

また、「攻めのガバナンス」を実現するための仕組みとして、以下 3 点の、日本企業の課題への対応が、具体的に盛り込まれていることも、日本版の特徴と言える。

- ① 株主との対話の励行と、その有効なツールとなる経営ビジョン・中期経営計画の策定
- ② 取締役会の活性化のため独立社外取締役を最低 2 名以上選任
- ③ 株主の平等性を担保するため政策保有株式の合理性検証

特徴①
株主との対話促進、経営ビジョンや中期経営計画の策定

日本版の特徴の 1 つめとして、株主との対話促進が挙げられる。そもそも、日本 CG コード原案では、5 つの基本原則の 1 つとして、あえて「株主との対話」を掲げている（【図表 2】）。このことは、今まで、多くの日本企業が、従業員・取引先・金融機関などのステークホルダーと比べて、株主との対話に、相対的には積極的でなかったと投資家から問題提起されていることを反映していると推察される。

【図表 2】基本原則 OECD/日本比較

OECD CG原則	日本 CGコード原案
1. 有効なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保*	ー
2. 株主の権利及び主要な持分の機能	1. 株主の権利・平等性の確保
3. 株主の平等な取扱い	
4. コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーの役割	2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
5. 開示及び透明性	3. 適切な情報開示と透明性の確保
6. 取締役会の責任	4. 取締役会等の責務
ー	5. 株主との対話

*OECD CG 原則は OECD 加盟国・非加盟国共に活用可能であることから、原則 1 が定められている

（出所）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資料より、みずほ銀行産業調査部作成

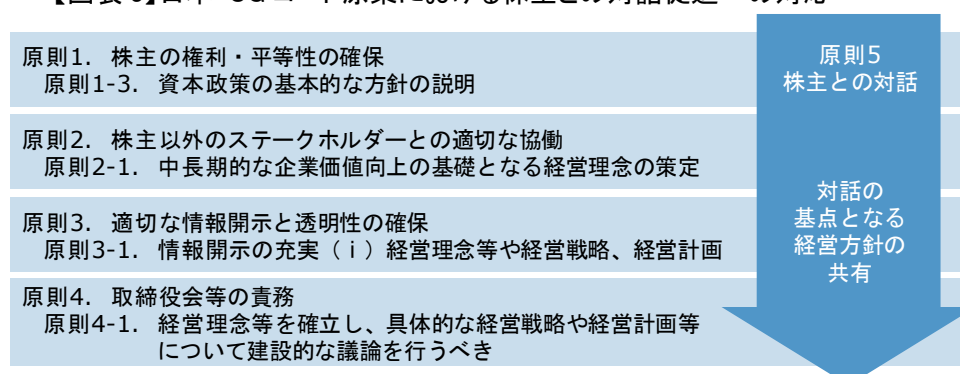
一方で、日本 CG コード原案では、企業が対話すべき「株主」についても、定義している。序文 8 において、「短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声」を認識した上で、企業が「重要なパートナー」として対話していくべきは、「コーポレートガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主」だと断言している。また、その「対話」については、株主と会社との「建設的な目的をもった対話」であるべきとされており、まったく同じ文言が、日本版スチュワードシップ・コードにおいて「エンゲージメント」と定義されている点を改めて指摘しておきたい。

こうした定義にも、「企業と中長期保有の株主との建設的な目的をもった対話」によって、繰返し述べられている本コード導入の目的である「企業の持続的な成長」がもたらされることへの強い期待が窺われる。

具体的には、原則 5「株主との対話」において、企業が株主と日頃から対話を行うことにより、経営方針を共有し、株主の関心・懸念を理解し、ステークホルダーとのバランスを考慮した対応を行うことが企業の持続的な成長に繋がるとしている。その対話に向けた方針・体制整備(原則 5-1)、並びに対話の基点として示すべき経営方針として (i) 収益計画や資本政策の基本的な方針、(ii) 収益力・資本効率等に関する数値目標、(iii) その実現のための経営資源配分などが例示されている(原則 5-2)。

原則 5 に記述されている内容は、原則 1~4 に示されている内容とも重なる部分もあるが、ここで「株主との対話」という切り口からプロセスを整理し直すことによって、日本企業にとっての株主との対話の重要性を強調したものと思われる(【図表 3】)。

【図表 3】日本 CG コード原案における株主との対話促進への対応



(出所) 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資料より、みずほ銀行産業調査部作成

特徴②
取締役会の活性化：独立社外取締役を最低 2 名以上確保

2 つめとして、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向け、取締役会の活性化と、その実効性を確保するため、独立社外取締役を最低 2 名以上設置する、という具体的な数値目線が示されたことが挙げられる(【図表 4】)。

また、独立社外取締役の役割・有効な活用として、OECD CG 原則では、経營業績の監視等が主として記載されているのに対し、日本 CG コード原案では、企業の持続的な成長や中長期的な企業価値向上に資する「攻め」の機能が期待されていることも特筆すべきことだと言える。さらに踏み込んで、原則 4 では「適切なリスクテイクを支える環境整備」とまで取締役会の役割・責務を例示している。

【図表 4】独立社外取締役の役割・有効な活用 OECD/日本比較

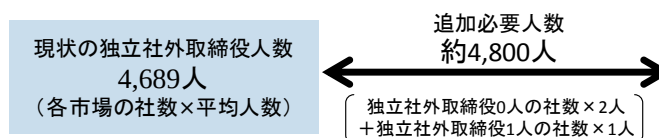
OECD CG 原則	日本 CG コード原案	日本の特徴
- 一 経營業績の監視、利益相反の防止等のバランスをとるため、取締役会が客観的な独立の判断を下せることが重要 - 一 取締役会は、会社の業務について客観的な独立の判断を下すことができるべきであり、通常、十分な数の経営陣から独立した取締役会メンバーが必要であろう(注釈 VI-E1 段落目)	- 一 独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべき - 一 最低 2 名以上選任すべき - 一 業種や規模等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも 1/3 以上選任すべきと考える会社は、その取組方針を開示すべき(原則 4-8)	- 一 独立社外取締役の役割の主は以下 2 点への寄与 「企業の持続的な成長」 「企業の中長期的な企業価値向上」 - 一 独立社外取締役の選任人数の具体的な数値目線を明記

(出所) 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資料より、みずほ銀行産業調査部作成

しかしながら、日本企業の現状を踏まえると、実態的には、具体的な数値目線を示されたインパクトは大きい。仮に、上場企業すべてが最低 2 名以上の独立社外取締役の選任を行うとすると、約 4,800 人の追加独立社外取締役人材が必要となる。また、1,800 社超の上場企業にとっては、「初めて」独立社外取締役を迎えることにもなる（【図表 5】）。原則 4-9 にあるように、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が求められる中、適切な人材の供給、受入側企業の体制整備、双方の面において、現状とのギャップが存在することは無視し得ないものと思われる。

【図表 5】独立社外取締役の追加必要人数試算

集計対象	社数	独立社外取締役			
		平均人数	0名	1名	2名以上
市場第一部	1,814社	1.57人	700社	724社	390社
市場第二部	545社	1.15人	377社	150社	18社
マザーズ	194社	1.16人	120社	63社	11社
JASDAQ	861社	1.15人	622社	211社	28社
全上場企業	3,414社	—	1,819社	1,148社	447社



(出所)「東証上場会社における社外取締役の選任状況」2014 年 7 月 (東証)よりみずほ銀行産業調査部作成

特徴③ 株主の平等性の 担保：政策保有 株式の合理性検 証

最後に 3 つめとして、株主の平等性を担保するための政策保有株式の合理性検証が求められることが挙げられる。この点については、そもそも自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン(2014 年 5 月)」の中で、政策保有目的でのいわゆる「株式の持ち合い」は「適切なガバナンスを確保することに支障を生じさせかねない」という課題認識が提示されており、「合理的理由がない限り、極力縮小するべきである」との踏み込んだ提言もあった。一方で、有識者会議では、企業サイドのメンバーから「取引先との長期的・安定的な関係の構築・強化などを目的として、中長期的な企業価値向上の観点から保有している」点で顧客をはじめステークホルダーとの共生を図る戦略意義につき改めて説明があったことに加え、その合理性についても「一概にリスク・リターンのみで計れるものではない」という趣旨のコメントもあった。

これらを踏まえ、今回の日本 CG コード原案では原則 1-4 において、政策保有株式への対応として、政策保有株式に関する、(i)方針開示(ii)取締役会での合理性検証・説明(iii)議決権行使基準の策定・開示、の 3 点が求められている。

以上、日本 CG コード原案における、「攻めのガバナンス」を実現するための 3 つの特徴を述べた。

「プリンシプルベ ース・アプロー チ」と「Comply or Explain」の趣旨

今後、上場規則を通じてコーポレートガバナンス・コードの適用要否の表明が求められるにあたって(2015 年 6 月 1 日予定)、企業にとっては、短期間のうちに適用に係わる検討・体制整備、情報開示等の多くの事項で対応が必要となることが想定されている。

そもそも、日本 CG コード原案の序文でも明示されているが、OECD CG 原則はじめ導入済の諸外国とも同様に、コーポレートガバナンス・コード自体は、各々の企業の置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できるよう「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。すなわち、ここに示された各原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している規範である。いわゆる「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)の趣旨・精神に基づいている。既に、同趣旨・説明は今次コーポレートガバナンス・コードとは「車の両輪」とされる、投資家側の規範として導入された日本版「スチュワードシップ・コード」においても採用されているものの、我が国では、規範の形態として、いまだ馴染みの薄い面は否めない。

この点に配慮して、2014 年 12 月 12 日に初めて公開された序文の中でも、かなり丁寧にその趣旨と精神が解説されている。例えば、政府としては、早期適用を実現したい一方で、本旨に立ち返れば、独立社外取締役選任のように、その重要性に鑑みれば拙速を避けるべき事項も念頭に置いている。序文 15 において「状況によっては、その意思があっても適用当初から完全に実施することが難しいことも考えられる」とあり、そのような場合には「まずはコードの適用開始に向けて真摯な検討や準備作業を行った上で、なお完全な実施が難しい場合に、今後の取り組み予定や実施時期の用途を明確に説明 (Explain) することにより、対応を行う可能性は排除されるべきではない」としており、企業に対し導入当初の「Explain」の余地を明確に残している。

加えて、投資家に対しても、序文 12 において「日本 CG 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は適切ではない」と警鐘が鳴らされている。

これは、形式主義・ひな型(表層的)運用への強い警戒心と共に、上場企業各社が自社に適した実効的なコーポレートガバナンスを行うことへの「強い期待感」とそうした思いを共有できる「真面目な」日本企業への支援の意思表示とも捉えられる。

企業の現場における不安

筆者は、有識者会議での議論が本格化した秋以降、これまでに数十社の企業の経営者あるいは経営管理部門スタッフと、本コーポレートガバナンス・コードの導入を含め、昨今のアベノミクス下での企業経営を取り巻く環境変化について、ディスカッションを行ってきた。実際の企業の現場の声の多くは、今回の日本 CG コード原案の背景にある課題認識や対応の方向性などは共有できるという一方で、来年の 6 月からの適用ということもあり、特に、独立社外取締役の導入・選定、対外的に発信すべき方針・情報の増加、に伴う実務的な対応については、「きちんと間に合わせられるのか」という不安の声も少なくない。

勿論、上述の序文 15 にあるように、「真摯な検討や準備作業を行った」結果、間に合わなかったという「Explain」の余地が残されているとはいえ、実際には、本件に対して、「真面目な」日本企業ほど、2015 年 6 月 1 日の適用に合わせて、自社に適した実効的なコーポレートガバナンスを「完全に」実施したいと思う企業が多い、という印象も強い。

序文 15 の後段にもあるように、対象市場の範囲や情報開示・説明の特定の枠組みなど、ある程度の統一的なフォーマット化が本旨に反しない事項について、今後の東証での整理に委ねられている。今後、整理を進めていくに際しては企業現場も含めた声にも耳を傾け、極力、実務的な混乱や負担を回避し、本来の日本 CG コード原案の目的である企業の持続的成長(稼ぐ力向上)に向けた「攻めのガバナンス」の実現に向けた努力に集中できる環境が整えられることが期待される。

現場の声も反映され、「攻めのガバナンス」へのコード運用が可能となるよう期待

一方で、日本 CG コード原案の確定に当たり、2015 年 1 月 23 日までのパブリックコメントに企業の現場からも多くの声が寄せられることを切に願うものである。

企業の現場の実務的な視点も加味した上で本コードの細目化が図られ、「企業の持続的成長に貢献する」運用が可能となり、今回の本旨である「攻めのガバナンス」に資するものとなることを期待したい。

みずほ銀行 産業調査部
事業金融開発チーム
TEL:03-5222-5084

中 美尋
E-mail: mihiro.naka@mizuho-bk.co.jp

© 2014 株式会社みずほ銀行

本資料は金融ソリューションに関する情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引の勧誘・取次ぎ等を強制するものではありません。また、本資料はみずほフィナンシャルグループ各社との取引を前提とするものではありません。

本資料は当行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることがあります。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。本資料の著作権は当行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他の如何なる手段において複製すること、②当行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。