

太陽グラントソントン**エグゼクティブ・ニュース****テーマ：コーポレート・ガバナンスの実情と発展**

執筆者：牛島総合法律事務所 弁護士 牛島 信氏

要旨（以下の要旨は2分50秒でお読みいただけます。）

今月（19年10月）、上場企業にコーポレート・ガバナンス（企業統治）強化を促す会社法改正案が閣議決定され、今国会での成立を目指すことになりました。その中では、経営から独立した社外取締役を2名以上選ぶよう求められています。

これは、ともすれば恣意的になりがちな会社経営に対し、株主のチェックの他、外部役員によるコントロールを及ぼそうとするものです。今月号では、コーポレート・ガバナンスについて精通されている牛島総合法律事務所の牛島信弁護士に解説して頂きます。

コーポレート・ガバナンスの中核は、良い経営者を選任し、悪い経営者を解任することだ。これを重要なテーマにしたのは、2013年6月の安倍政権による「日本再興戦略」である。コーポレート・ガバナンスは、従来の企業不祥事防止のブレーキ機能から、稼ぐ力等の企業価値向上へのアクセル機能が重視されるようになったのである。

再興戦略の提言を受け、機関投資家の諸原則や上場企業の行動規範として、日本版スチュワードシップ・コード（2014年2月策定）や、コーポレート・ガバナンス・コード（2015年6月策定）が相次いで施行された。その影響として、機関投資家の説明責任に繋がる個別議決権の公表や、独立社外取締役の劇的な増加が生じたのである。

我が国の経営者の多くは内部昇格型で、それが日本の風土であり従業員のロイヤリティを支えてきた。一方で、これら経営者には「企業理念に基づき長期的視野に立った経営」等の効用が認められる反面で、「経営監督が機能不全となるおそれ」等の問題点がある。今後も経営陣は内部昇格型が中心で社外の独立取締役が過半数でない方が良い、と言うのであれば、日本型経営を望む経営者は、株主利益と株価で「成績」を挙げ、株主に対して将来どのような経営を行おうとしているか説明しなければならない。

コーポレート・ガバナンス・コードでは、独立社外取締役に重点が置かれ、直近の東証一部上場企業の99.7%が1名以上を選任している（役員の過半数は3.3%）。ただ、東芝の不正会計の見逃しに見られるように、独立社外取締役が実質的に機能しているか、には疑義がある。実質的に機能するためには、独立社外取締役が十分な情報を得ることが前提であり、これには①同取締役のみの会合開催、②自らの情報収集、③取締役会事務局の設置、などが考えられよう。更に、独立社外取締役を誰が監督するのか、も問題だ。アメリカと異なり、日本では一般株主から同取締役が責任追及される可能性が小さく、訴訟で規律することが難しい。アメリカではアクティビスト（物言う株主）が会社を分析し、ガバナンスの改善提言のほか、時には独立取締役を推薦していること、機関投資家も、アクティビストの提案が自らの利益に合致する場合、賛同せざるを得ないことなどが参考になる。

今後、日本のコーポレート・ガバナンスはアメリカ型に「進歩」するのか？アメリカでは独立取締役の実効性が訴訟の点から担保されているのに鑑みれば、日本のコーポレート・ガバナンスがアメリカ型に「進歩」するのは現実には難しい。独立取締役の存在は当然として、取締役会の過半数までを占める必要があるか、に意味があるのではなく、大事なのは経営全体としての成績や株主への説明の説得力であろう。コーポレート・ガバナンスは優れた経営者を選び出すための仕組みとして、国民のために極めて重要なものと言えるだろう。

テーマ：コーポレート・ガバナンスの実状と発展

牛島総合法律事務所 弁護士 牛島信

はじめに

安倍政権は、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の強化を政府の成長戦略の一環として位置付け、多くの改革を進めている。コーポレートガバナンス・コードが策定されてから4年以上が経過し、東京証券取引所（以下「東証」という。）一部上場会社のほとんどが独立社外取締役を選任するようになるなど、各企業においてコーポレート・ガバナンス体制の強化が進められている。

コーポレート・ガバナンスの中核は、良い経営者を選任し、悪い経営者を解任することにある。本稿では、我が国におけるコーポレート・ガバナンスの現状に触れながら、現在における日本のガバナンスの問題点とその改善策を述べることにしたい。



1. コーポレート・ガバナンスの現状

(1) アベノミクスによるコーポレート・ガバナンス改革の概要

コーポレート・ガバナンスを我が国において決定的に重要なテーマにしたのは、安倍政権が2013年6月に公表した「日本再興戦略－JAPAN is BACK－」であった。それまでは企業不祥事を防止するためのプレーキ機能に重きが置かれていたコーポレート・ガバナンスに関して、「稼ぐ力」（中長期的な収益性・生産性）を高め、企業価値を向上させるためのアクセルとしての機能が重視されるようになったのである。

(7) 日本版スチュワードシップ・コードの策定・改訂（2014年2月策定・公表・2017年5月改訂）

「日本再興戦略－JAPAN is BACK－」の提言を受けて、そのわずか約8か月後の2014年2月26日に策定されたのが日本版スチュワードシップ・コード（責任ある機関投資家の諸原則）であった。日本版スチュワードシップ・コードでは、「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』（最終受益者）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」、すなわち、スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる7つの諸原則が定められた。

その後、2017年5月29日には、機関投資家から上場企業に対する働きかけの実効性を高めるべく、日本版スチュワードシップ・コードの改訂版が策定・公表され、運用機関のガバナンスや利益相反管理、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表などが追加された。

(4) コーポレートガバナンス・コードの策定・改訂（2015年6月施行・2018年6月改訂）

2014年6月24日に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2014－未来への挑戦－」での提言を受けて、2015年6月1日、証券取引所の上場規程の一部としてコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）が施行されるに至った。コーポレートガバナンス・コードの特筆すべき点は、上場会社は、「資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである」とされたことであった（原則4-8）。これは、上場会社に対して、2名以上の独立社外取締役の選任を事実上義務付けるものであった。その上で、コーポレートガバナンス・コードは、上場会社に対して、「独立社外者のみを構成員とする会合」（補充原則4-8①）や「筆頭独立社外取締役」を決定することなどによる（補充原則4-8②）、独立社外取締役の活用を促したのである。

その後、2018年6月1日には、日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定以降も、経営陣による果敢な経営判断が行われていないのではないかと指摘を踏まえ、コーポレート・ガバナンス改革をより実質的なものへと進化させるべく、改訂コーポレートガバナンス・コードが施行された。経営を担うCEOの選解任に関する手続の確立等が求められることとなったのである。

(2) コーポレート・ガバナンス改革に伴う影響

(7) 独立社外取締役の増加と課題

コーポレート・ガバナンス改革に伴う影響として象徴的なものは、独立社外取締役の劇的な増加である。東証一部上場企業における独立社外取締役を選任している企業の数は増加を続け、2019年7月時点において、1名以上の独立社外取締役を選任している東証一部上場企業の割合は、99.7%にもものぼっている（下記表参照）。

表 独立社外取締役の選任状況（2019年7月12日時点）

独立社外取締役の数	東証一部 (2148社)	全上場会社 (3639社)
1名以上	99.7% (2141社)	94.8% (3448社)
2名以上	93.5% (2007社)	76.0% (2764社)
全取締役の3分の1以上	43.6% (937社)	35.7% (1298社)
過半数	3.3% (93社)	3.5% (128社)

他方で、東証一部上場企業においても、独立社外取締役が取締役総数の過半数選任されている企業の割合は、3.3%にとどまる。つまり、未だ日本企業においては、内部昇進の取締役が過半数を占める企業が圧倒的に多いのであり、コーポレート・ガバナンス改革によってもそのような状況には変化が生じていないのである。

コーポレート・ガバナンス改革を受けた企業の対応に関する有識者の評価は必ずしも高くない。有識者の多くは、日本企業のガバナンスは、形は整いつつあるが実効が上がっていないと考えているようである。

(4) 日本版スチュワードシップ・コードの影響

日本版スチュワードシップ・コードの改訂において最も注目された点は、個別の議決権行使結果の公表であったと思われる。個別の議決権行使結果の公表が重要なのは、スチュワードシップ・コードにあるとおり、機関投資家が背後の受益者に対して受託者責任を負っているからである。

このような機関投資家の説明責任を背景として、今後は、合理性があり株主の利益につながる株主提案については、機関投資家が賛成せざるを得なくなるという現象が必然のものとなるのが推測される。LIXILで退任に追い込まれた社長が復帰したことなどはその一例であろう。むしろ、日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家が自らの動きを縛るという意味で、結果的には中長期的な株主利益の増大を内容とするアクティビストファンド（物言う株主）の提案を後押しする現象を押し進めると考えられるのである。実際、アメリカにおいては、新しいタイプのアクティビストファンドは経営者と同様に、あるいはそれ以上に投資対象である会社の実体を理解しており、会社のガバナンスについて重要な役割を果たしているともいわれている。日本においても同様の現象が生じる可能性は無視できない程度に大きいように思われる。

2. 日本のガバナンスの問題点及び改善策

(1) 日本型ガバナンスの概要と改善策

(7) 内部昇進型経営者の効用と問題点

現状、日本の経営者の地位を多く占めているのは、内部昇進型経営者である。内部で昇進した者が経営者となるのが我が国における長期に亘る現実の風土であり、それが従業員のロイヤルティを支えているからである。全てのステークホルダーが内部昇進型を前提として動いているため、当面は、取締役会の過半数が内部昇進の取締役であることが続くことが推測される。

他方で、内部昇進型経営者には、効用も問題点もある（下表参照）。今後は、このような日本型のコーポレート・ガバナンスに将来への積極的可能性を見いだすことが可能か、言い換えれば、将来的に経営に責任を持つ立場になると考えている従業員たちのロイヤルティを保持等しながら、会社として長期的な成長をしていくことが可能かが問われることとなる。

表 内部昇進型経営者の効用と問題点

内部昇進型経営者の効用	内部昇進型経営者の問題点
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 企業理念に基づき長期的視点に立った経営 ✓ 長期的視点の下、創造的な研究開発活動 ✓ 長期雇用による将来の昇進を期待した従業員の強いロイヤルティ 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 経営監督が機能不全となるおそれ ✓ 自分を選んでくれた前任者の問題点を指摘できないおそれ、現任の代表者の評価を取締役会の一員としてできないおそれ（モニターできないおそれ） ✓ 社内の不正を隠ぺいしてしまう可能性

(4) 内部昇進型経営者に対する監督の在り方

内部昇進型経営者に対する監督のあり方は時代とともに変わってきた。1950年代からバブル崩壊までは、メインバンクが株式の持ち合いを背景として、有事には経営者を送り込むことなどによって、監督の役割を担っていた。しかし、バブル崩壊に伴い銀行との株式持ち合いが解消され、また、直接金融の比率が上昇したことによりメインバンクの重要性が減少したことで、監督の主体は、徐々に取締役会に移っていった。

しかしながら、日本の取締役会において内部昇進型取締役が多数を占める状況は直ぐには変わりそうにない。内部昇進型取締役であるからこそ、社長やCEOに対する具体的な牽制となり得る面があると言われるが、他方で、東芝における不正会計の問題や神戸製鋼の品質データ改ざん問題など、内部昇進型取締役がCEOの牽制とならなかった実例がいくつも存在する。

(ウ) 内部昇進型経営者の目指すべき方向

今後も、日本の経営者が、取締役会は内部昇進型取締役を中心とし、独立社外取締役は過半数でない方が良いというのであれば、株主利益と株価という「成績」を上げて見せる必要がある。株主の立場からすれば、「『成績』を上げるのなら、内部昇進型経営者であるとしても問題はない。しかし、それは、その経営者が内部昇進型であるがゆえに『成

績』を上げることができるということについて、実際に成績を上げてみせるか、または納得の行く説明をした場合に限る」ということになるからである。

自ら経営をするわけではない株主は経営者の説明を聴く耳を持っている。もし「成績」が目先では上がっていないとしても、経営者が長期的視点からの経営をしているのであれば、経営者はそれを株主に対して説明する機会を持つこともできる。株主との建設的な対話、エンゲージメントである。他方で、「成績」を示すか納得のいく説明ができないのであれば、内部昇進型を変えるしかないことになる。つまり、日本型経営の未来は、日本の経営者自身があげる成績と将来の説明にかかっているのである。

(2) 独立社外取締役の実質化

(7) 独立社外取締役の実質化の必要性



コーポレートガバナンス・コードは独立社外取締役に大きな力点の一つを置いている。独立社外取締役に、たとえ独立社外取締役が取締役会の少数派に留まる場合であっても、内部昇進型経営者の監督者となることが期待されるのである。しかし、これには独立社外取締役が実質を持っていることが前提である。実質を伴わない独立社外取締役では、内部昇進型の取締役ほどの役割も果たせないどころか有害無益であろう。

(4) 独立社外取締役の情報不足とその改善策

実際、独立社外取締役の数は劇的に増加しているものの、独立社外取締役がその役割を適切に果たしているか、実質的に機能しているかについては大いに疑義がある。例えば東芝や神戸製鋼における不祥事は、独立社外取締役が機能していなかったことが大きな原因の一つであった。

独立社外取締役が主体的に責任のある言動をとるようになり、実質的な役割を果たすようになるには、その前提として独立社外取締役が十分な情報を得ることが必要不可欠である。

しかしながら、社内的な意思決定プロセスに関与しない独立社外取締役は、基本的には適切な意思決定のための情報を十分には持ち得ず、経営計画の進捗状況や決議された重要議案のその後の経過についても知る機会が限られる。実際、独立社外取締役の多くは情報が不足していると感じているとも言われている。

改善策の第1は、コーポレートガバナンス・コード補充原則4-8①でも指摘されているとおり、独立社外取締役のみでの会合の開催である。このような会合により、独立社外取締役間でコンセンサスを形成し、取締役会での議論に対しより大きな影響力を持つことができるようになる。しかし、重要なのは、形式ではなく、各社の実情に合わせた形で「独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有」を実質的に確保することであるから、社内者が会合に参加することが排除される訳ではない。

第2は、コーポレートガバナンス・コード原則4-13でも指摘されているとおり、独立社外取締役による情報収集である。取締役会で交換される情報は限定されたものであり、ある種のバイアスがかかった情報であることもあるから、このような情報の偏りを是正するために役立つ限り、現場の管理職と直接交流することも有益と思われる。また、常勤監査役と連携することによって、情報不足を補うことも重要である。

第3は、取締役会事務局の設置である。取締役会事務局を設置して、適時適切に正確な情報が取締役会に報告されるよう工夫されるべきであり、また、取締役会事務局が、独立社外取締役に対して必要な知識の積極的な提供や研修機会の紹介をすることにより、独立社外取締役の情報不足を補うための重要なサポート役となることが期待されよう。

(ウ) 独立社外取締役の監督

内部昇進型経営者を監督する独立社外取締役を誰が監督するのかという問題も忘れてはならない。



アメリカにおいては、独立取締役は、訴訟を通じた規律を受けている。しかしながら、日米の司法制度・状況の違いに鑑みれば、我が国において訴訟によって独立社外取締役を規律することは難しいと思われる（注）。日本では、例えば株主代表訴訟をとってみても、株主が勝訴する例はまだ少ない。勝訴するとしても極端な事例である傾向がある。独立社外取締役も取締役であり、株主が選任・解任する点は日米で同じではあるが、訴訟による規律が不十分にしか存在しないという点において、日本では株主による監督が事実上存在しないように思われる。

（注）アメリカでは訴訟が活発であることに加えて、一般の株主が容易に訴訟を提起でき、かつ、多額の損害賠償を請求できる仕組みとなっている。このため、独立取締役が責任追及を受ける可能性が日本よりも高く、独立取締役に与える影響が大きいものと考えられる。

この点、参考になると思われるのは、アメリカにおいて一部のアクティビストが変質し、会社経営に従前とは違った影響を持つようになってきている現象である。一部のアクティビストは、会社を徹底的に分析することのできる資金力を有し、その資金を投入して長期的利益の実現という観点に立脚してのガバナンスの改善その他の具体的提案を経営者に対して行う。その際、アクティビストは、パッシブな機関投資家を含めた多くの株主の賛同を得ることができるような提案を練り上げる。分析結果等を記載した詳細なホワイト・ペーパーを公表し、場合によって業界事情に精通したビジネスパーソンを独立取締役として推薦するのである。

機関投資家は、アクティビストの提案が自らの利益に合致する場合、アクティビストの提案に賛同せざるを得ず、その結果、アクティビストは勝利することになる。アクティビストと機関投資家のいわば幸福な同棲とも呼ぶことができよう。

特筆すべきは、独立取締役自身がアクティビスト化し始めているとすら言われていることである。アクティビストは、経営方針そのものに対して踏み込んで要求するような活動をするが、取締役会側には、そもそも外部から会社の経営方針に関する意見を持ち込まれるということ自体が自らが機能していない証拠であり、恥ずべきことといえる。むしろ、独立取締役こそが経営方針に対して踏み込んだ要求をすべきであるとの認識が広まっているというのである。

3. 結語

今後、日本のコーポレート・ガバナンスは、アメリカ型に「進歩」していくであろうか、それとも伝統を生かしながら日本型を創りあげていくであろうか。アメリカでは、独立取締役の実効性が司法の観点から担保されているのに対し、日本では異なることからすれば、アメリカ型に「進歩」することは現実的な実効性を欠くように思われる。

経営者が、現在の主流である長期雇用を前提として従業員のロイヤルティを確保してゆくことが会社のためになると考え、株主がその考えを受け入れている限りは、内部昇進型取締役を中心とした取締役会が続くことも選択肢の一つであろう。

しかしながら、日本でも、アメリカで支持されているアクティビストと機関投資家の幸福な同棲が生まれ広がることが重要な契機となることは間違いないように思われる。株主は、その利益に合致すると思えば、内部昇進型であろうがモニタリング型（取締役会の監督機能の側面を重視する考え）であろうが、会社の長期的利益を達成することが期待できる取締役会と経営者を支持することになる。言い換えれば、独立社外取締役の存在は当然としても、それが取締役会の過半数であるかどうかは一義的な意味を持たない。株主は聴く耳を持っているのであって、要は経営者の成績次第、説得力次第なのである。

重要な点は、会社は経営者次第だということである。社長、CEOが優れていれば、会社は発展し、社会の富を拡大発展させることができる。現在の株式会社制度は、社会全体の富を増やすために最も効果的な制度として存在している。ロバート・ライシュ（クリントン政権の労働長官＜1993～1997年＞）の「国の経済は居住する国民のために存在すべき」との言葉もこの考えに繋がる。

そして、富を増やすのは雇用のため、その最大化のためである。雇用は経済だけの問題ではない。人はパンのみにて生きていないからである。人が人生に意味や生きがいを感じるのは、社会に役立っていると自覚するときである。雇用は、上記の自覚を通じて国民の一人一人に自尊心と幸福をもたらすのである。

コーポレート・ガバナンスは、優れた経営者を選び出すための仕組みとして、国民のために極めて重要なのである。

以 上



執筆者紹介

牛島 信(うしじま しん) 1949年 宮崎県生まれ

<学歴・職歴>

1975年 東京大学法学部卒業
1977年 東京地検等検事
1979年 弁護士登録・アンダーソン・毛利・ラビノウイツ法律事務所入所
1985年 牛島法律事務所開設（現在に至る）

<委員等>

日本生命保険相互会社 社外取締役
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 代表理事・理事長
一般社団法人日本女子プロゴルフ協会(JLPGA) 監事
一般社団法人不動産証券化協会 監事

<主要著作>

「名経営者との対話—コーポレートガバナンスの実践と理論—」（日経B P社）
「少数株主」（幻冬舎）等