

平成 25 年 10 月 24 日

## 予算が要らない、最大に評価される三本目の矢 —

### 投資家保護のため、情報開示の枠組みである「コーポレート・ガバナンス・コード」の制定

#### 1 総論

経済学者と内外の投資家が一番期待しているアベノミクスの「三本目の矢」の一つは、自民党が去年の総合政策集の中で約束した「企業統治改革の推進」である。

規律が十分働かない日本企業と日本経済全体の新陳代謝、資産再配分プロセス等を速めて、自発的に生産性を上げられるのはコーポレート・ガバナンスの強化である。

これまで、他国と比べてとても遅いペースでしか進まない日本のコーポレート・ガバナンス改革は、内外から常に問題視され、象徴的な課題とされてきた。

従来の部分制、最小限の改革ではなく、本格的な企業統治改革路線を描いて発表できれば、内外の投資家を大きくインプレスすることができ、「民間投資を喚起する成長戦略」として掲げられたアベノミクスの三本目の矢の大きな柱となり得る。

#### 2 日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の問題点

他の国でも簡単ではないが、日本の場合、コーポレート・ガバナンスの改善策の導入は特に難しいとされてきた。理由は様々考えられるが、過去の持ち合い株の歴史や、産業界の体質などが影響していると言えるであろう。産業界はいつも「各々の企業は違うから、義務付けは反対」などと、抜本的な改革に否定的な立場を示してきた。しかも、T S E は歴史上発行体企業（上場企業）を顧客と見てきたから（本来、他の国の株式市場と競争する上で T S E の第一の顧客は投資家、市場の参加者であるはずである。）、産業界の要求に弱い。

このような状況の中、金融庁からの明確かつ具体的な指示がない限り、T S E が独自に抜本的で十分インパクトをもたらすような改革を実行するのは事実上無理である。

そして、金融庁にも似たような問題がある。抜本的でインパクトのあるコーポレート・ガバナンス改革を金融庁が自発的に行うことを期待することはできない。ここで必要とされるのが、正に政治家のリーダーシップ（政治主導）である。

また、アメリカのような判例法の国では、裁判所の下す判決がコーポレート・ガバナンスに関するルールの改善・進化に大きく貢献することがあるが、日本でこれを期待することはできない。

### 3 「従え、さもなければ説明せよ(comply or explain)」

2013 年秋以降に予定されている会社法改正に向け、法制審議会等で多くの議論がなされてきたが、その中でも、上場企業における社外取締役の設置の義務付けは、多くの学者の賛成意見にもかかわらず、産業界が強く反対した例である。しかし、この問題は、「従え、さもなければ説明せよ(comply or explain)」という形で解決した。すなわち、各企業に対して社外取締役の設置を法的に義務付けることはしないが、社外取締役を設置しない企業はその理由を開示する義務があるというものである。このようなやり方は、各企業に個別の施策を義務付けるものではないので、「ソフト・ロー」とも言われる。

このようにソフト・ローによる解決が示されたことは、以下に述べるコーポレート・ガバナンス・コードの策定に向けて、大きなはずみとなる。今正に、コーポレート・ガバナンス・コードの策定に向けて機は熟したと言える。

### 4 コーポレート・ガバナンス・コードとは

現状、ほとんどの先進国では、「コーポレート・ガバナンス・コード」が策定されている。もちろん各国毎にその位置付けや意味合いは異なるが、大まかに言えば、「コーポレート・ガバナンス・コード」とは、コーポレート・ガバナンスについての網羅的な青写真である。すなわち、上場企業が目指すべき（内外の投資家が一般に信頼できると感じる）ベスト・プラクティスの「行動基準」である。各企業は、このコーポレート・ガバナンス・コードに全て従う法的義務はない（法的拘束力がないので「コード」というより「基準」などの別の表現の方が適切かもしれないが、とりあえず諸外国の例に従い「コーポレート・ガバナンス・コード」という表現を使わせて頂く。）。しかし、各企業は、投資家に対して、自社がどのような点でコーポレート・ガバナンス・コードに従っていないのかを開示するとともに、なぜ従っていないのかを説明する義務がある。

このような開示は、投資家が対象企業のコーポレート・ガバナンスの体制とコミットメントを判断する有益な指針となるし、コーポレート・ガバナンス・コードに従っていない理由を説明することで、投資家と企業との深い対話・意見交換が可能になる。投資家は、コーポレート・ガバナンス・コードに係る開示内容を見て、どの企業の株式を買うのか売するのかを判断する材料とすることができるほか、例えば、会社組織に十分手続が守られている独立性のある指名委員会が設

置されていなければ、それを勘案し議決権を行使できるし、企業の役員研修方針についての開示を見た上で、新しい取締役を承認するかどうかを判断できるし、その他にも投資家の行う全ての判断に有益な影響を与える。その結果、優れた企業に対して、投資家の信頼が上がる。また、そのような株式市場に対しても、投資家の信頼が上がる。

このことは、近年しばしば叫ばれている Stewardship Code や dialogue with investors (投資家との「対話」、「engagement」等)にも効率的に資するものである。長期的保有を想定する stewardship のプラクティスや建設的な対話は、投資家が企業から有意義な情報を得ることができる環境が整ってこそ、その充実化が可能となる。逆にこのような情報が十分開示されない市場では、投資家にとっては安心して株式を長期的に保有することが難しくなるし、建設的な対話も生まれにくい。コーポレート・ガバナンス・コードから生まれるガバナンス体制の情報開示は、Stewardship Code や建設的な dialogue with investors を推進するための大前提であり、これらは両輪として機能すべきものである。

先に述べたように、コーポレート・ガバナンス・コードは多くの国で策定されている。「コーポレート・ガバナンス・コード」という名称・形態を取っていない国でも、ガバナンスの改善を図るために何らかの形でこれと同様の役割を果たす仕組みを持っている国も多い。今の日本のように、このような仕組みを何も持っていない国はむしろ非常に珍しいと言ってよい。日本も、一刻も早く諸外国と肩を並べるようなコーポレート・ガバナンスの改善に向けての体制作りに取り掛かるべきである。

日本におけるコーポレート・ガバナンス・コードを考えるに当たっては、諸外国の例を検証することが有意義である。いくつかの例を資料として別途準備したので、参照されたい。

## 5 コーポレート・ガバナンス・コード策定を実現するための方法

効果的な「三本目の矢」とするためには、コーポレート・ガバナンス・コードの策定は迅速に行わなければならない。これまで、会社法や金融商品取引法の改正のために行われてきたような法制審議会や金融審議会を開催し、各界の意見を聞くといったプロセスは不要である。コーポレート・ガバナンス・コードの場合は、あるべき一つのベストプラクティスを示すという性質上、諸外国の例を緻密に比較検討することは有用であるが、各業界の調整といった政治的な作業は不要である。そして、ソフト・ローであるがため、それも許される。なお、先にも述べたが、「コーポレート・ガバナンス・コード」という表現自体に拘るものではない。「コード」が法的拘束力を想起させるのであれば別の名前でも構わない。

具体的な方法であるが、金融庁の指導・後ろ盾のもとでTSEが主導して策定するのが現実的であり、

かつ最も質の良いコーポレート・ガバナンス・コードが期待できるように思う。それを促すような立法を検討して頂きたい。現状の金融庁設置法では、金融庁は金融商品取引所を検査・監督することができるとされているが、これに加えて、金融商品取引所に対してコーポレート・ガバナンス・コードの策定を促し指導する権限(場合によっては、金融商品取引所によって策定されたコーポレート・ガバナンス・コードを金融庁が承認する権限)を明文化して頂きたい。例えば、金融庁の所掌事務が列挙された金融庁設置法第4条に下記のような規定を追加するだけでも、金融庁に具体的な行動を起こさせるのに十分かもしれない。

#### 記

金融商品取引所において有価証券を発行している企業における内部統制の基準の設定その他有価証券の投資者の保護及び権利の充実に資する施策の企画及び立案並びに推進に関すること。

以上