

[illegible]

コーポレートガバナンス・コードを読み解く

第2回 諸外国におけるコーポレートガバナンスに係る議論との比較からみる日本のコーポレートガバナンス・コード

有限責任 あずさ監査法人 金融事業部

シニアマネジャー 保木 健次

第1回「OECD原則からみる日本のコーポレートガバナンス・コード」（KPMG Insight Vol.10/Jan 2015）の執筆後、2014年12月17日に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より、「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）《コーポレートガバナンス・コード原案》～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」が公表されました。

前回触れた「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」といった基本的な枠組みに変更はなく、本コード（原案）では、我が国取引所に上場する会社を適用対象とすること、2015年6月から適用することを想定していること、原則を実施する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場合はエクスプレインすることにより対応を行う可能性を排除しないこと等が示されました。

日本ではなじみの薄い「プリンシプルベース・アプローチ」や「コンプライ・オア・エクスプレイン」といった手法が採用され、表面上、適用開始までの期間が短く見えることから、コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を理解しないまま上場会社がコードの趣旨に反する対応を取ってしまうことが危惧されます。本稿では、諸外国のコーポレートガバナンス関係の議論等と比較しながら改めて日本のコーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神について概説するとともに、コードの趣旨・精神を理解した後に取るべき対応の論点について触れ、コーポレートガバナンスの実現の実効性を確保するためのカギおよび参考となる諸外国における実効性の確保に向けた動きを紹介するとともに、上場会社のコーポレートガバナンス・コードへの対応に係る論点以外のコーポレートガバナンス・コード自体に関する考察および同コード以外のコーポレートガバナンスに係る議論の影響についても考察します。

なお、本稿の内容は執筆時（2015年2月20日）における情報に基づいていること、および本文中の意見に関する部分は、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。



ほ き けんじ
保木 健次
有限責任 あずさ監査法人
金融事業部
シニアマネジャー

【ポイント】

- 実効的なコーポレートガバナンスを実現する上で留意すべきポイントは、コードの趣旨・精神の理解に基づいて、それぞれの会社が持続的な成長および中長期的な企業価値向上に向けて自律的に対応を行うことから始まり、透明性・公正性が確保された迅速・果断な意思決定、建設的な目的を持った株主との対話および対話を踏まえた適切な対応、そして再び持続的な成長および中長期的な企業価値向上に向けた自律的な対応を行うというサイクルの構築・実践を意識することである。

- 会社の実効的なコーポレートガバナンスの実現に向けた機運の高まりがコード導入前後のみに留まることなく、より高い次元で持続するかどうかの重要なカギの1つは、株主（機関投資家）との目的を持った対話（エンゲージメント）である。
- プリンシプルベース・アプローチおよびコンプライ・オア・エクスプレイン、ならびにスチュワードシップ・コードの導入等日本が参照した英国コーポレートガバナンスでも実効性の確保に向けた試行錯誤は続いている。
- 英語版のコード（原案）が日本語版とほぼ同時期に公表されたことに加え、海外からの注目度が高まっていることは、相当程度日本のコーポレートガバナンスにかかわる国際的な認知度の向上につながるものと考えられる。
- 上場金融機関、特に上場銀行である場合、上場会社として適用されるコーポレートガバナンス・コードとは別途、金融規制上より厳しいガバナンスのあり方が求められる傾向があることについても留意する必要がある。

I

実効的なコーポレートガバナンスの実現に向けた対応上の論点

1. 「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）」の概要

2014年6月に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2014 - 未来への挑戦 -」（以下、「改訂版日本再興戦略」という）に基づき設置された東京証券取引所と金融庁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」（以下、「有識者会議」という）より、2014年12月17日に「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）＜コーポレートガバナンス・コード原案＞～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(以下、「本コード（原案）」という)が公表され、パブリック・コメントに付されました。

今後パブリック・コメントに寄せられた意見を踏まえ、東京証券取引所において関連する上場規則等の改正を行うとともに「コーポレートガバナンス・コード」が制定され、我が国取引所に上場する会社を対象に、2015年6月1日から適用することが想定されています。

本コード（原案）は、会社が取るべき行動について詳細な規定が示されるこれまで一般的な「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、原則（プリンシプル）が示され、それぞれの会社が、取るべき行動について、コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神に照らして、適切に解釈・判断する「プリンシプルベース・アプローチ」、法令とは異なり上場規則という法的拘束力のない規範（ソフトロー）、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ことを求める「コンプライ・オア・エクスプレイン」という手法を採用しました。

すなわち、本コード（原案）の各原則（基本原則・原則・補充原則）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られる原則があれば、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されています。

2. 実効的なコーポレートガバナンスの実現に向けた論点

(1) コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神の理解

前回お伝えしたようにコーポレートガバナンス・コードは、成長戦略の一環として策定されています。また、本コード（原案）は、迅速・果断な意思決定、いわゆる「攻めのガバナンス」を念頭に実効的なコーポレートガバナンスの実現を目指して、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を提示しています。

本コード（原案）は、コンプライ・オア・エクスプレインという手法が採用されているため、コーポレートガバナンス・コードに記載されている各原則のうち実施することが適切でない判断する原則については実施しない理由についてエクスプレインする必要がありますが、エクスプレインするためには、適切か否かを判断する基準が必要になります。

そして、適切か否かを判断する基準を構築するためには、会社がコーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を理解したうえで、経営理念や経営戦略といったコードの趣旨でもあり、各原則や基本原則に係る「考え方」において頻繁に使用され、本コード（原案）の副題でもある「持続的な成長及び中長期的な企業価値の向上」に向けた大きな方向性の構築が必要になります。

このプロセスを省略すると、各原則の適用について、実施することが適切でないと考えられる理由の説明ができなくなり、各

原則の実施については、適切か否かではなく、可能か否かで判断するほかなくなる結果、中長期的な企業価値を毀損してまで原則を実施したり、実施しない理由の説明が不十分なものとなったりする可能性が高まります。

(2) 実効的なコーポレートガバナンスの実現に向けたサイクルの構築

コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を理解し、持続的な成長及び中長期的な企業価値の向上に向けた経営理念・経営戦略を構築した後は、以下のような対応が必要になってくると考えられます。

- 各原則の実施の適切性を判断し、実施しないことが適切と考える原則については実施しない理由の十分な説明（エクスプレイン）を行うこと
- 上記エクスプレインを含めた持続的な成長および中長期的な企業価値の向上に向けた会社の意思決定の透明性・公正性を確保すること
- 株主との建設的な目的を持った対話を踏まえて適切に対応すること

こうした一連の対応を継続することにより、実効的なコーポレートガバナンスの実現を図るサイクルが構築されと考えられます。

(3) 実効的なコーポレートガバナンスの実現に関して危惧される動き

本コード（原案）で示された、2015年6月1日からの適用開始という提示に対する会社の受け止め方について危惧しています。

それは、本コード（原案）の序文において、各原則の実施について、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場合は今後の取組み予定や実施時期の目途を明確にエクスプレインによる対応でも可能である旨の言及がありますが、表面的に2015年6月1日の適用開始という記述を捉え、コードの趣旨・精神を理解せずルールベース・アプローチの規定に対応する感覚で対応方法を検討することにより、原則はすべて実施しなければいけないものと考えたり、中長期的な企業価値向上に資するかどうかと関係なく未実施原則を2015年6月1日から適用開始までに実施するための対策を検討したり、実施できないことが見込まれる場合はルール違反とならない説明方法のひな型を探したりといったコードの趣旨に反する会社の対応を招く恐れがあるということです。このことは、コードの対象とされる上場会社において十分に留意する必要があります。

3. コーポレートガバナンスの実効性確保のカギ

法的拘束力のないプリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインという組み合わせによるアプローチは、コーポレートガバナンスのようなすべての対象主体に適した具体的かつ画一的な解はないものの、個別事情に応じた柔軟性を確保しつつ、一定の方向性を示しながら共通の課題について個々に解を見出してもらいたいときに有効な手法です。

一方で、上場規則というソフトローであるため、法的権限に依らずにいかに前述したようなサイクルを効果的に回し、コーポレートガバナンスの実効性を確保するかが課題となります。

一般的には透明性の向上を図ることにより外部の目によるモニタリングを容易にすることによって規律付けを図る手法が取られることがあります。コーポレートガバナンスの場合、株主が銀行といった債権者でもある場合やオーナー株主など財産の相当な割合が会社の株式である支配株主のような場合であれば、会社の破たんが自己の大きな損失につながるため開示された情報を基に必要なに応じて会社に適切な対応を迫る動機を有しているため、元来経営をモニタリングする強い動機を有しています。

他方、最終受益者に損益が帰属する資産を運用している機関投資家は銀行や支配株主と比べて相対的に経営をモニタリングする動機が低く、情報開示するだけでは適切なモニタリングを行う動機が不十分となるケースが見られます。

こうしたことから、機関投資家の保有割合が高い市場ほど取締役会や経営陣を監督する機能が低下しやすくなるため、機関投資家の投資先企業をモニタリングする意識を高め、高質な会社と株主（機関投資家）との間の建設的な対話を確保することが実効的なコーポレートガバナンスを実現する実効性の確保のカギとなります。さらに、日本においては、成長戦略の一環としてコーポレートガバナンス・コードが策定され、中長期的な企業価値向上を軸にコード（原案）が策定されているため、有用な情報が経営方針や戦略といった非財務情報となることが多くなることから、開示情報の質を高めることも重要なカギとなります。

II

諸外国におけるコーポレートガバナンス改革に係る議論との比較

1. 改訂版OECDコーポレートガバナンス原則

2014年11月OECDより、現行のOECDコーポレートガバナンス原則を改訂する市中協議案が公表されました。2004年以来的抜本的改正であり、多くの記述が追加修正されています。市中協議に対するコメント期限は2015年1月に経過しており、本年後半には新たなOECDコーポレートガバナンス原則が公

表されるものと見込まれています。

多くの改正提案の中で日本のコーポレートガバナンス・コードに係る議論とかかわりの深い変更点としては、コンプライ・オア・エクスプレインに基づくソフトローによってコーポレートガバナンスの法規制的側面は補完されうると明記したこと、機関投資家に係る章が新設され、スチュワードシップ・コードについても言及されていることが挙げられるかと思えます。

また、日本のコーポレートガバナンス・コードの基本原則と比較すると、株主との対話に相当する章がOECDコーポレートガバナンス原則にはありません。これは、有識者会議が日本のコーポレートガバナンスの実効性を確保するうえで、株主との対話が重要なカギであると認識し、コーポレートガバナンス・コードに導入したものと考えられます。なお、英国コーポレートガバナンス・コードには、「株主との関係」という章が組み込まれており、会社と株主との対話について言及されています。

2. 英国コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード

(1) 英国コーポレートガバナンス・コードの改訂

英国コーポレートガバナンス・コードは、近年ではおおそ2年ごとに改訂され直近では2014年に9月に改訂版が公表されました。この改訂では、業務執行取締役の報酬について、曲解をもたらしていた有能な取締役を惹きつけるための報酬という文言を削除し、より会社の長期的成功を強調し、過度なリスクテイクを抑制する方向で改定されたほか、会社にとっての主要なリスクの特定や管理・減少に向けた方法の説明を求めたりするなど、リスク抑制的な方向に改訂が行われています。

このようなリスク抑制的な観点からのコーポレートガバナンス改革の議論はこの事例に限らず、国際的には一般的な流れであり、むしろ日本のような攻めのガバナンスを実現するためにコーポレートガバナンス改革が議論されることが多いです。このような方向性の違い自体は前回お伝えしたように必ずしも矛盾するものではなく、コードの策定者が現在の会社が置かれている状況と会社のあるべき姿との差異について評価し、あるべき姿に近づけるためにコーポレートガバナンス・コードを策定する際の方向性の違いによるものと考えています。

(2) 英国スチュワードシップ・コード

日本以外でスチュワードシップ・コードが導入されている数少ない国の1つである英国のスチュワードシップ・コードと比較すると、日本のスチュワードシップ・コードには投資先企業に対する深い理解を促す原則7が英国スチュワードシップ・コードにはない特徴として挙げられます。

こうした特徴は、先ほどのOECDコーポレートガバナンス原則と日本のコーポレートガバナンス・コードの比較において、株主との対話に係る章の有無が異なっているという点と併せ

て考えると、日本においては、会社側および機関投資家側双方に建設的な対話を促す仕組みが組み込まれており、いかに両コードの策定者がコーポレートガバナンスの実効性を確保するうえでこの点を重要と考えているかがわかります。

3. 英国財務報告評議会（FRC）年次報告書

プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインといった実施手法およびコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの2つのコードを有するという点で日本とコーポレートガバナンスに係る枠組みが類似しており、そうした枠組みの制度整備において先行している英国においても、コーポレートガバナンスにまったく問題がないわけではなく、むしろ今も試行錯誤が続いています。

コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの両コードの策定主体である英国財務評議会（FRC）が2015年1月に公表した最新の年次報告書（Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014）によると、FRCは英国のコーポレートガバナンスの現状について「FRCは、コードを真摯に検討することよりも形式主義（Box ticking）的な対応が好まれるようなコンプライнс文化を確立することを望んでいるわけではない」と警鐘を鳴らしています。

ここでは日本のコーポレートガバナンス・コードに係る議論とのかかわりが深いと考えられる次の2つの「質」の課題について取り上げたいと思います。

(1) エクスプレインの「質」

コード（原案）において、「『ひな型』的な表現により表層的な説明に終始することは『コンプライ・オア・エクスプレイン』の趣旨に反する」と明記するほど危惧されている会社のひな型説明について懸念しているのは英国においても同様です。

2012年の英国コーポレートガバナンス・コード改訂時に設定されたエクスプレインに求められる要件に基づき、今年次報告書では、会社のエクスプレインの質を評価しており、結果はまちまちであったものの、引き続き会社の取組みがいかに会社を取り巻く環境を踏まえた適切なものであるかという理由よりも、いかにコードの趣旨・精神を遵守しているかを説明することで安易な対応を図ろうとする傾向が見られるとし、いくつかの会社にいたっては高質のエクスプレインに係る精神およびプラクティスを満たそうとする意思が見られないと記述しています。

(2) 目的を持った対話の「質」

実効的なコーポレートガバナンスを実現する上で会社と株主との対話の質が重要であるとの認識は英国においても同様のようです。

英国コーポレートガバナンス・コードだけでなく、英国スチュワードシップ・コードも所管するFRCは、2015年の年次

報告書において、大企業と主要な投資家との間のエンゲージメント（目的を持った対話）には一定の進捗が見られるが、このような改善傾向は十分な質を伴った形で上場会社全体に広がっているわけではないとし、「我々はスチュワードシップ・コードへの署名者の大多数が、行くと署名したはずの行動を起こしていないことを懸念している」と記述しています。

また、FRCは、インベストメントチェーンの中でスチュワードシップ・コードの実施に向けた大きな原動力としてアセット・オーナーが重要な役割を果たすとみており、2015年前半のようにしてスチュワードシップの文化を促進させるかに係る研究を開始し、また、議決権行使助言会社と顧客との間で行われるレポートング、エンゲージメントおよび議決権行使助言の質についても注視していくとしています。

Ⅲ コーポレートガバナンス・コードへの対応以外の視点

1. 高まる国際的な評価

今回のコーポレートガバナンス・コードに係る議論が国内の上場企業に与えつつある影響もさることながら、国際的な基準を策定する作業部会等に多数参画してきた筆者の経験からすると、海外における本コード（原案）に対する反響の大きさについては非常に注目すべきものと捉えています。

改訂版日本再興戦略においてもコーポレートガバナンス・コードを「国際的にも評価を得るものとする」とされています。ここでいう評価とは肯定的なコメントを指すものと推測されますが、そのためには、前提として内容を理解してもらう必要があります。つまり、肯定的か否定的かにかかわらずコメントを得ること自体が国際的な評価を得るための第一歩だと考えます。

日本に特有の制度等はそもそも海外の人にとっては未知のものであり、実際に優れたものであるかどうかという評価以前の問題として何も知られていないということがこれまで過去に多々見られた中で、日本のコーポレートガバナンスに関する海外の理解が進むことは中長期的にみてもプラス面が大きいと考えます。

したがって、本コード（原案）の英語版がコード策定者である有識者会議によって作成されたうえ、日本語版とほぼ同時に公表されたこと、また、おそらく海外から寄せられるパブリック・コメントへの意見数が相当程度見込まれることについては、本コード（原案）の評価すべき点の1つだと考えます。

2. 金融機関に対するガバナンス

実効的なコーポレートガバナンスの実現への対応を検討するにあたって、コーポレートガバナンス・コードの適用開始

での期間の短さ、あるいは個別の企業レベルでは関係する部署や階層の包括性ゆえに見過ごされがちですが、コーポレートガバナンスを巡る議論は、このコーポレートガバナンス・コードがすべてではありません。

これまででも、そして現在においても多種多様な側面からコーポレートガバナンスに係る議論が行われており、中にはより厳しいガバナンスを特定の業態・業種に求めるものがあることにも留意が必要です。

たとえば、金融庁の監督指針では銀行のガバナンスについて、改正会社法ではコンプライ・オア・エクスプレインとされている社外取締役および東証規則において努力義務とされている取締役である独立役員について、2014年6月に公表された監督指針において、取締役の選任議案の決定にあたって、少なくとも1名以上の独立性の高い社外取締役の確保が求められ、さらに2014年9月に公表された金融モニタリング基本方針では、少なくとも1名以上、できうる限り複数の独立性の高い社外取締役の確保が求められています。加えて、グローバルなシステム上重要な金融機関に選定された銀行持株会社においては、たとえば、その組織形態を委員会設置会社とする、あるいは、当該銀行持株会社の主要な子銀行については非上場であっても、取締役の選任議案の決定にあたり、独立性の高い社外取締役の確保が求められています。

また、国際的にも近年のコーポレートガバナンス改革の議論の引き金となったともいえる金融危機の中心にいた金融機関、とりわけ銀行については国際的に一般の事業会社よりも厳しいガバナンスを求める傾向が見られ、こういった動きが国際基準となって国内に波及する可能性も考えられます。その場合は、国内において上場会社として求められる攻めのガバナンスと銀行として求められるガバナンスのバランスをいかに取るかという課題が生じると考えられます。

【バックナンバー】

コーポレートガバナンス・コードを読み解く
第1回 「OECD原則からみる日本のコーポレートガバナンス・コード」
(KPMG Insight Vol.10/Jan 2015)

本稿に関するご質問等は、以下の者までご連絡くださいますようお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人
金融事業部
シニアマネジャー 保木 健次
03-3548-5125（代表電話）
kenji.hoki@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com
www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2015 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2015 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.