

RIETI政策シンポジウム

# 「企業統治改革と日本企業の成長」

プレゼンテーション資料

---

田中 亘

東京大学社会科学研究所教授

2016年6月10日

# 企業統治制度改革 の現状と課題 : 取締役会改革を中心に

2016年6月10日

RIETI 企業統治シンポジウム  
東京大学社会科学研究所教授  
田中 亘

# 企業統治に関する制度改革

- ①平成26年会社法改正(2015/5施行)
- ②コーポレートガバナンス(CG)・コード(2015/6/1施行)
- 取締役会に関する制度改革に焦点を絞る

# 取締役会の制度改革の特徴

- ①伝統的な日本企業の特長や各社の自主性に配慮しつつも、モニタリング・モデルへの志向をかなり明確に打ち出している

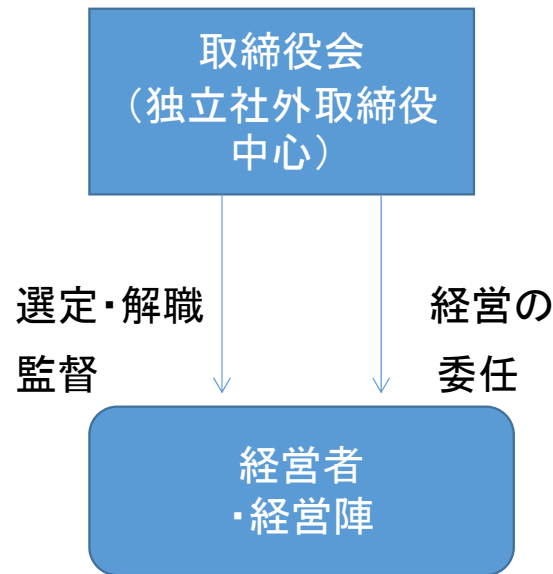
モニタリング・モデル: 独立社外取締役を重要な構成員とする取締役会が経営陣を監視・監督するという企業統治モデル

Eisenberg (1976)

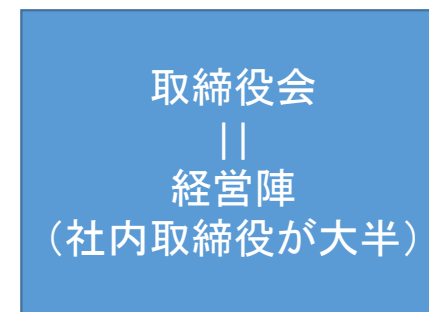
- ②モニタリング・モデルの実現手段として、強行規定よりも、コンプラ
- イ・オア・エクスプレイン・ルールを主に採用

# モニタリング・モデルと 戦後日本企業の典型的企業統治構造

## • モニタリング・モデル

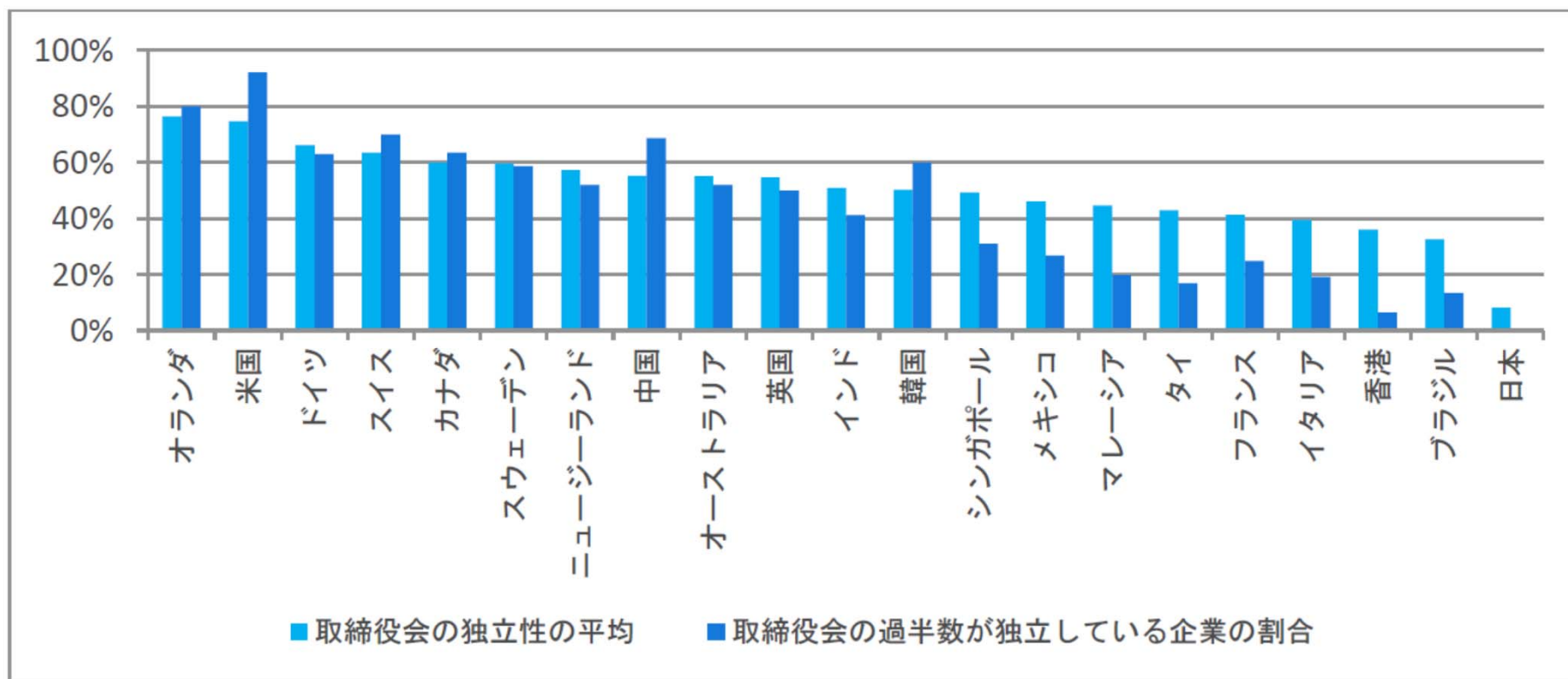


## • 日本企業の企業統治構造



経営上の意思決定が取締役会の主要な機能  
監視・監督は、社内取締役が相互に行う  
(実際にはメインバンクが監視？誰も監視していない？)

# 背景：モニタリング・モデルが世界的潮流に 取締役会の独立性 (ISS(2015), p.7)



# 社外取締役に関する制度改正 平成26年改正会社法

- 平成26年会社法改正の審議において、社外取締役の選任義務づけについて審議されるも、実現せず
- 代替案として、  
有価証券報告書提出義務を負う公開大会社（≡上場会社）が社外取締役を置かない場合に「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明させるコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを導入  
（会社法327条の2、会社則74条の2・124条②③）

# 独立社外取締役に関する制度改正 CGコード

- CGコード 原則4－8
- 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」
- (＋自主的判断により3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える場合はそのための取り組み方針を開示)
  
- CGコードはコンプライ・オア・エクスプレイン・ルール
- 原則を実施するか、実施しない場合は説明をさせる
- CGコードの全原則について実施 or 説明の義務を負うのは一部・二部上場会社のみ
- 新興市場上場会社は、基本原則5つについて実施 or 説明すればよい。独立社外取締役を選任していなくても説明は不要



# 社外取締役と独立社外取締役

社外取締役＝会社法の社外性の基準(2条15号)を満たす取締役

平成26年会社法改正で社外性の要件が変更

独立社外取締役＝会社法の社外取締役であって、取引所の独立性の基準を踏まえて各社の定める独立性の基準を満たす者

e.g., 株式会社の主要な取引先 → 社外取締役になれるが、独立社外取締役にはなれない

# 社外性要件の改正

## 改正前会社法2条15号

A	B
①当該株式会社 自身	業務執行取締役等 [注1] +過去に業務執行取締役等 であった者
②子会社	

## 平成26年改正後会社法2条15号

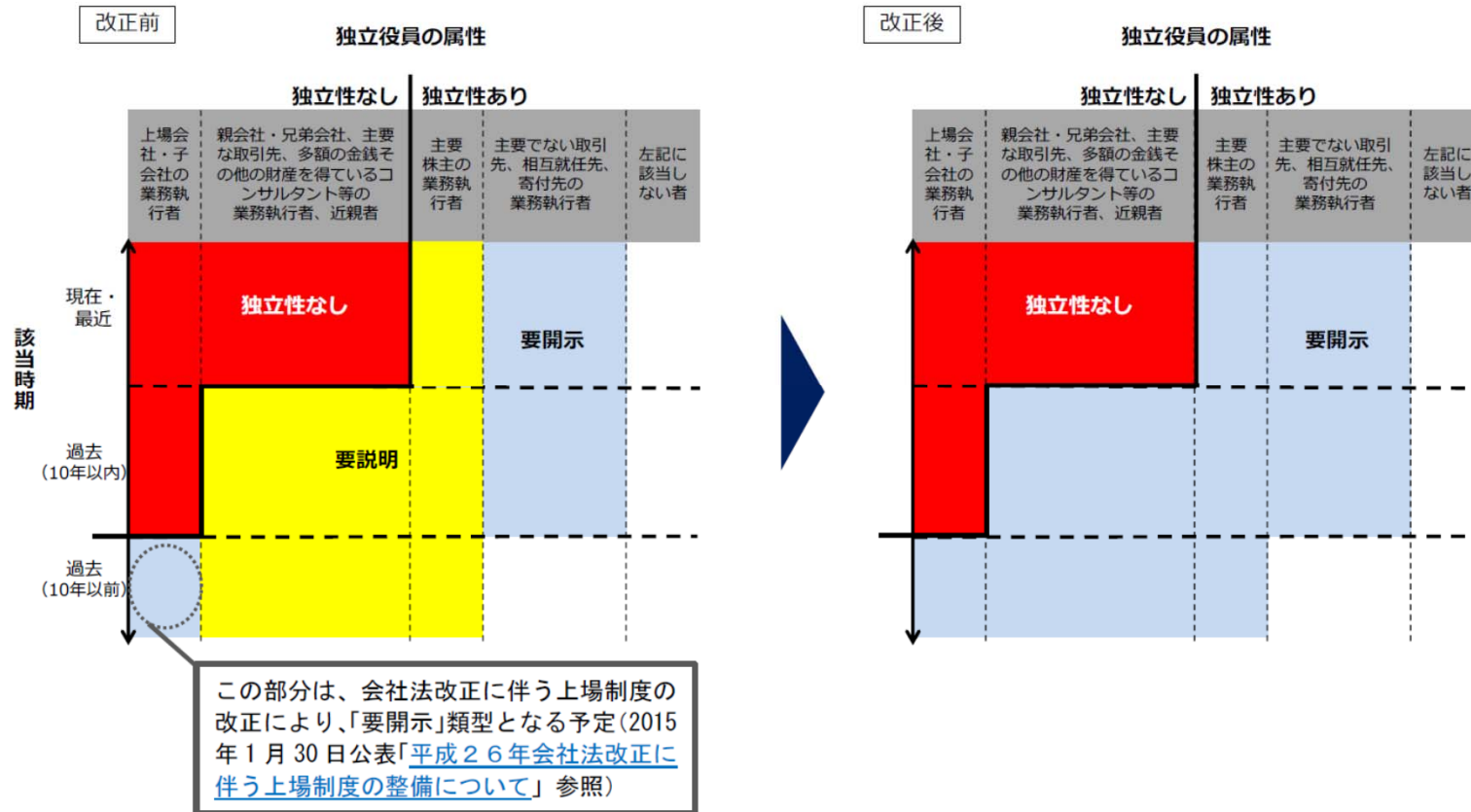
A	B
①当該株式会社 自身	業務執行取締役等 +過去 <u>10年内</u> に業務執行取 締役等であった者 + <u>横滑り規制</u> [注2]
②子会社	
③親会社等 [注3]	親会社等自身[注4] 業務執行取締役等
④親会社等の子 会社等(①②を 除く)	業務執行取締役等
⑤取締役、重要 な使用人、親会 社等 [注4]	近親者(配偶者+2親等内の 親族)

# 前記図表の注

- ある株式会社の「A列記載のもの」の「B列記載の地位にある者」は、当該株式会社の社外取締役になることができないことを示す
- [注1]業務執行取締役等＝業務を執行する取締役、執行役、使用人(従業員のこと)
- [注2]会社法2条15号ロ
- [注3]親会社等＝株式会社の経営を支配する者のこと(会社法2条4号の2、会社法施行規則3条の2第2項)。自然人を含む。
- [注4]親会社等が自然人である場合

# 東証の独立性基準 (2015年に見直し)

## 3. 独立性に関する情報開示の見直し イメージ



# 独立社外取締役

- 東証の独立性基準を踏まえて、各社が独立性の基準を定め、開示する(CGコード原則4-9)
- Eg., 東証の独立性基準では、現在または最近において株式会社の主要な取引先またはその業務執行者は、独立性を満たさない
- 「主要」かどうかは、「上場会社における事業等の意思決定に対して、親子会社・関連会社と同程度の影響を与え得る取引関係がある取引先」をいうという東証の基準を踏まえ、各社が具体的な基準を定める(売上高の3%以上、等)

# CGコードの「モニタリング・モデル」志向

- 独立社外取締役を主要な構成員とする諮問委員会を設置することなど、経営陣幹部・取締役の指名・報酬の検討に当たり、独立社外取締役の適切な関与・助言を得ること(補充原則4-10-1)。
- 独立社外者のみの会合を定期的を開催するなど、独立した客観的立場に基づく情報交換・認識共有を図ること(補充原則4-8-1)。
- 筆頭独立社外取締役を決定するなど、独立社外取締役と経営陣との連絡・調整、監査役会との連携に係る体制整備を図ること(補充原則4-8-2)
- 社外取締役に会社の情報を適確に提供できるよう社内との調整・連絡にあたる者の選任など、社外取締役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うこと(補充原則4-13-3)。

# CGコードのモニタリング・モデル志向

- 取締役会と「経営陣」「経営陣幹部」との区別（基本原則4）  
取締役会から経営陣への委任の範囲の明確化・概要の開示（補充原則4－1①）
- 経営陣幹部・取締役の報酬決定の方針・手続の開示（原則3－1 (iii)）
- 経営陣幹部の選任、取締役・監査役候補の指名の方針・手続の開示（原則3－1 (iv)）
- 最高経営責任者等の後継計画を取締役会が監督（補充原則4－1 ③）

# CGコードの「モニタリング・モデル」志向

- 前スライドに掲げた諸原則は、英国版CGコードを模範にしていると思われるが、英国版コードで必要的とされる措置を例示にとどめることによって柔軟性を付与している
- Eg, 指名・報酬委員会についての原則
- 英国版コードの場合
- ①取締役の候補者について取締役会に勧告する指名委員会 (nomination committee) を設け、委員の過半数は独立取締役とし、かつ、取締役会議長または独立取締役が委員長になること(英国版コード B.2.1)
- ②独立取締役3名(小規模上場会社では2名)以上からなる報酬委員会を設け、同委員会が、業務執行取締役および取締役会議長の報酬を定める権限を(取締役会から委任されて)有すべきこと(FRC (2014), D.2.1&D.2.2)



# CGコードの「モニタリング・モデル」志向

- 日本版コードの場合
- 補充原則4-10-1
- 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。
- 指名・報酬について「諮問委員会」の設置を推奨するが、委員会の設置は必要的ではなく、他の方法で独立社外取締役の「関与・助言」を得ることにすれば、コードの要請を満たすこととされている

# コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの 存在意義

- 強行法規と異なり、規範を実施するかどうかの選択の余地を与えることによる「柔軟性 (flexibility)」を確保しつつ、会社が望ましい企業統治を採用するための「推進力 (force)」を与えることができる
- Davies and Worthington (2012), p.431
- 「柔軟性」を確保したいなら何も規制しなければいいのではないか？
- なぜ、「推進力」を与える必要があるのか？
- コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールはどのようにして「推進力」を与えることができるのか？

# コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの存在意義

- 各会社は、自社に最適な企業統治構造を採用するインセンティブがあるとなれば、どのような規制（強行法規であれ、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールであれ）も課すべきではない（Fischel (1982); 三輪 and Ramseyer (2015)）
- 何らかの理由から、各会社による自発的な選択が最適にならない場合、規制によって事態を改善する余地が生まれる
- →最適とならない理由はどこにあるのか？
- ①経営陣と会社・株主の利益相反（Bebchuk (1989)）
- ②ネットワーク外部性（Klausner (1995); Kahan and Klausner (1996)）

# コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの存在意義

## ①経営陣と会社・株主の利益相反 (Bebchuk (1989))

- 上場会社では、實際上、経営陣が企業統治構造の選択に大きな影響力を持つ（株主の集合行為問題により）
- →経営陣は、自分を効果的に監視するような企業統治構造の採用を好まない
- この説明は、従来の会社法学では、強行法規を正当化する理由として挙げられてきた (Bebchuk (1989))
- 企業統治構造が最適にならない理由が上記のものであるとすると、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが事態を改善するかは明らかでない
- コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールが規範の採用を促すのは、公に承認された規範を実施しないことがnegative publicityをもたらし、株価を下げるから
- →経営陣と会社・株主の間に利益相反がある場合、株価が下がることで規範を実施するインセンティブは与えられないのではないか？

# コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの存在意義

- ②ネットワーク外部性 (Klausner (1995); Kahan and Klausner (1996))
- 多くの人々が利用するほど価値が高まる財・サービスはネットワーク外部性を持つという
- 競合する財AとBはともにネットワーク外部性を持つ場合、みんながAを利用することが最適である場合にも、(歴史的経緯その他の事情により)Bが利用されることになると、Aへの転換はなかなか進まない
- 企業統治構造もネットワーク外部性を持ちうる(?)
- E.g., モニタリング・モデル →これが機能するには優れた独立社外取締役が供給されなければならない。他方、潜在的な独立社外取締役の候補者である経営者は、自分を独立社外取締役に雇ってくれる会社がいなければ、会社をやめずに、会長、相談役、顧問として企業に残り続ける方を選ぶだろう

# コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの存在意義

- コーディネーションの媒介としての法 (McAdams (2015))
- 法には、「十分多くの者が一斉に行動を変える」ことを可能とするために、人々の行動をコーディネートする役割がある
- 法のこのような機能は、必ずしも強行規定でなくても、また違反に対する制裁がなくても、発揮されうる
- (社会の構成員の中には多数派の構成員とは違う行動をとるほうがむしろ望ましい者がいる場合には、強行規定は好ましくない)
- また、こうした機能は、国の作る法規範でなくても果たしうる
- 多くの人が「他の人も守るだろう」と期待する規範でありさえすれば、法以外の規範(いわゆるソフトロー)であってもよい
- →コンプライ・オア・エクスプレインが、コーディネートーションの役割を果たしうる

# コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールの存在意義

- 以上の説明は、コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールに何らかの存在意義があると仮定したうえでの考察である
- 「モニタリング・モデルの導入は、多くの会社がそうする限り、日本においても望ましい」という前提がある
- この前提の正しさは、実証的に確かめられるべきである

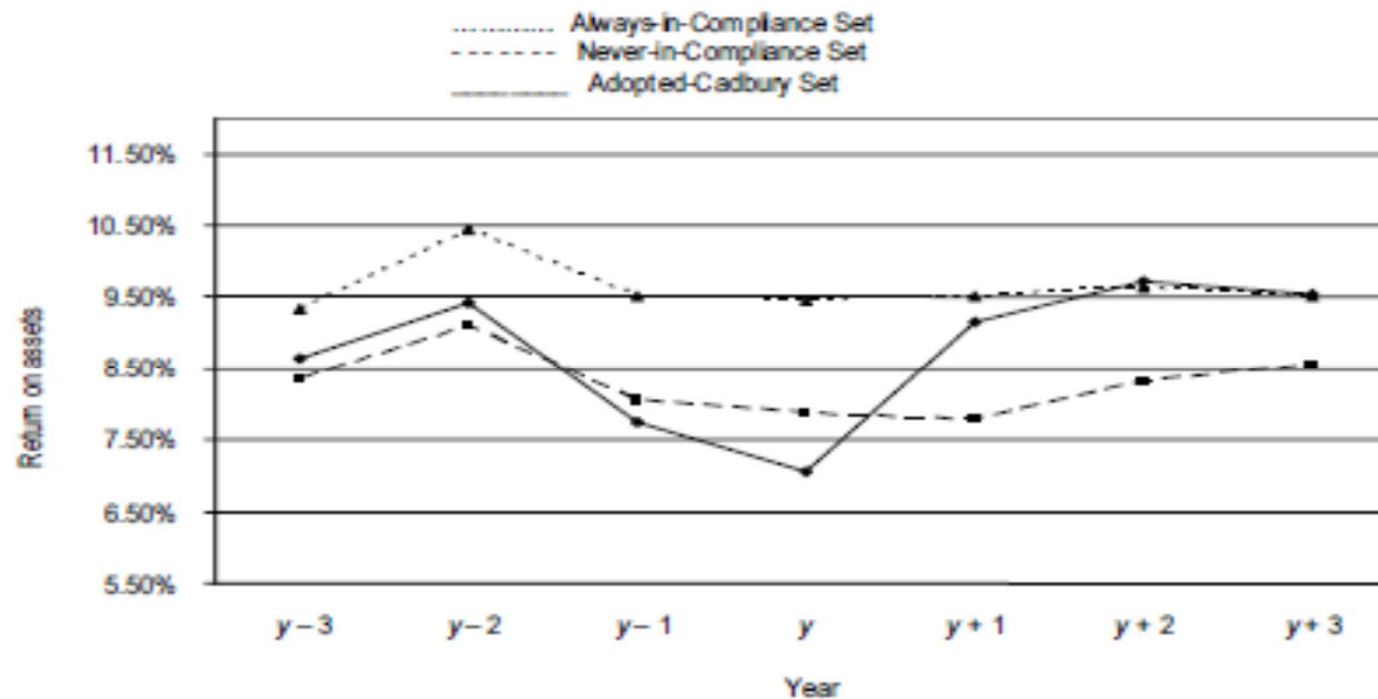
# CGコードに関する実証研究

## Dahya and McConnell (2007)

- 英国の実証研究
  - キャドベリー・レポート (Cadbury (1992); 3人以上の社外取締役選任を勧告した) 後、社外取締役の普及が進んだ英国において、業績に与える効果を検証
  - ロンドン証券取引所 (LSE) 上場企業 1,124 社を次のように分類
  - “Adopted-Cadbury” Set: 1989 ~ 1996 の間に、はじめて社外取締役を3人以上選任したグループ (509社)
  - “Always-in-Compliance” Set: 1989 ~ 1996 の期間中ずっと、社外取締役3人以上選任していたグループ (336社)
  - “Never-in-Compliance” Set 1989 ~ 1996 の期間中ずっと、社外取締役3人以上選任していなかったグループ (279社)
- “Adopted Cadbury” グループの企業は、Cadbury report を遵守した後三事業年度で、業績(ROA)を改善



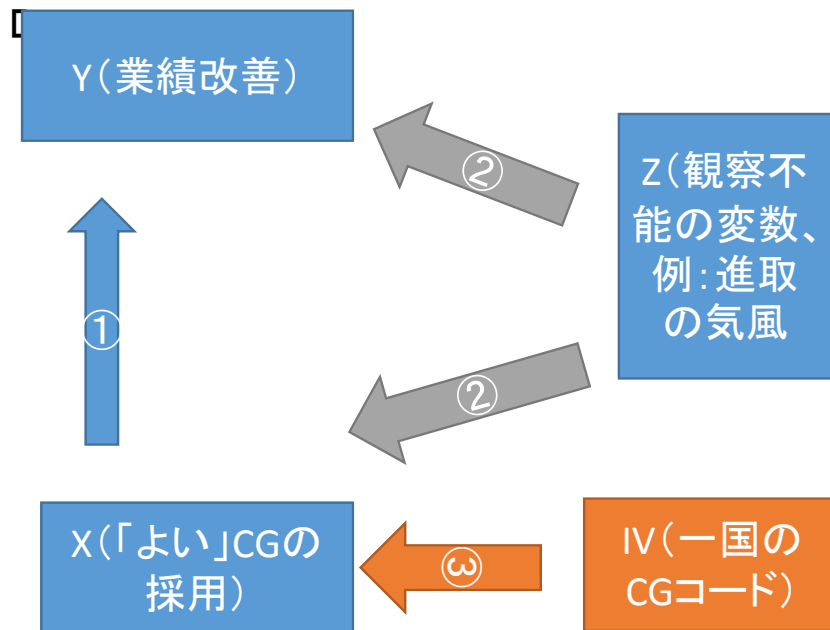
# CGコードに関する実証研究：社外取締役と企業業績 (Dahya and McConnell (2007))



# CGコードの実証研究

- 他国の研究を見ると結果は mixed
- de Jong, et al. (2005): オランダの CG コードの研究 → 実施は企業業績に正の影響を与えない
- Bianchi, et al. (2011): イタリアの CGコードの研究 → コードのエンフォーースは実効的でないため、実質的に企業統治構造を強化していても、コードを実施したことにはできる
  
- 内生性の問題

# CGコードの実証研究



Renders, et al. (2010)

欧州14カ国を対象にした研究

①: 「よい」企業統治 (Demimor Rating のスコアが良い) を採用する企業は、業績 (Tobin's Q or ROA) がよい

③: ある国のCGコードが「よい」ものである (OECD 企業統治原則に沿っているかを基準に著者が採点) ほど、その国の企業の企業統治はよいものである傾向

→ ある国のCGコードを操作変数 (の一つ) として、業績を企業統治に回帰すると、やはり、正の相関が観察される

⇒ よいCGコードは企業によりよい企業統治の採用を促し、結果として、よい業績を達成することを示唆。

ただし、操作変数の適切性についての疑問あり

# 日本版CGコード実施後の状況

- 東証の調査
- (独立)社外取締役の選任状況(2015年7月時点)
- コーポレートガバナンスの実施状況(2015年12月時点)
- 筆者が日経225採用企業を対象にして調査(2016年3月現在)

# 日本版CGコード実施後の状況

- 上場会社の社外取締役・独立社外取締役の導入は急増  
(東証の調査)
- 市場第一部上場会社のうち、
- 社外取締役を選任している会社の割合：
  - 2012年55.4% → 2014年74.3% → 2015年94.3% (+ 20.0%)
- 2名以上の独立社外取締役を選任している会社の割合：
  - 2012年16.7% → 2014年21.5% → 2015年48.4% (+ 26.9%)

# 日本版CGコード実施後の状況

- 日経225採用企業では、
- 2名以上の独立社外取締役選任している会社は191社(84.9%)
- 取締役の1/3以上を独立社外取締役としている会社は62社(27.6%)
- 取締役の過半数を独立社外取締役としている会社は10社(4.4%)

## ※日経225社のうち独立社外過半数導入会社

- アステラス製薬、日立製作所、東芝、ソニー、新生銀行、りそなホールディングス、野村ホールディングス、イオン、ファーストリテイリング、昭和シェル石油、ブリヂストン

# 日本版CGコード実施後の状況

- CGコードは、コーディネーションの役割を果たしているようである

もともと、独立社外取締役を過半数としている会社はごくわずか

- Majority でないがsignificant minority を独立社外取締役にすると  
いう、日本独自の企業統治のスタイルが確立しつつあるのか？
- それとも、結局欧米型のモニタリング・モデル(majority が独立社  
外取締役)になる前兆なのか？

- いずれにせよ、コーディネーションがよい結果を生むかは、今後の検  
証を待つ必要

# 独立社外取締役選任状況(日経225)

社数	独立社外取締役の平均人数・ 独立社外取締役が一定数いる会社の数(割合)								
	平均 人数	0人	1人	2人	3人	4人	5人 以上	1/3 以上	過半 数 (1/2 超)
225 社	2.60 人	4社 (1.8 %)	30社 (13.3 %)	99社 (44.0 %)	48社 (21.3 %)	23社 (10.2 %)	21社 (9.3 %)	62社 (27.6 %)	10社 (4.4% )



# CGコードの実施率

- 全般に、高い実施率
- 市場第一部上場会社では、
  - 原則の90%以上を実施している会社が78.0%
  - 原則を100%実施している会社が11.4%
- 日経225採用会社では、
  - 原則の90%以上を実施している会社が92.8%
  - 原則を100%実施している会社が32.9%
- (実施していない原則については、「実施する方向で検討する」と説明している例が非常に多いことから、来年度はさらに実施率が高まる見通し)

# CGコードの実施率（日経225採用会社）

実施しない原則の数	社数(社)	比率(%)	比率(累積) (%)
0(全原則を実施)	68	32.9	32.9
1	37	17.9	50.7
2	41	19.8	70.5
3	16	7.7	78.3
4	7	3.4	81.6
5~7	23	11.1	92.8
8以上(実施率90%未満)	15	7.2	100.0
合計	207	100.0	

# CGコードの実施率について

- 実施率を評価する際には注意が必要
- = 日本版コードの原則の多くは、実施が容易である
- (具体的な措置を求める場合も例示にとどめており、その措置をとらなくても原則を実施したことにできる場合が多い)
- = 原則を実施している会社の中でもその統治構造はかなり異なる
- (モニタリング・モデルを基準にしたときに)「良い」企業統治構造を採用していなくても、高い実施率を達成することは比較的容易である

# CGコードの実施率について

## 例：補充原則4-10-1

- 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。
- 下線部は例示なので、委員会を置かなくても補充原則4-10-1は実施可能

# CGコードの実施率（日経225社）：補充原則4-10-1について

補充原則4-10-1実施の有無	社数	割合 (%)	委員会の設置状況	社数	割合 (%)
不実施（説明）	25	12.02	委員会設置なし	74	35.58
実施	183	87.98	報酬委員会のみ	14	6.73
			指名委員会のみ	1	0.48
			両委員会を設置	119	57.21
合計	208	100.00	合計	208	100

# 補充原則4-10-1実施率（日経225で委員会を設置していない会社）

補充原則4-10-1実施の有無	社数	割合(%)
不実施	21	28.38
実施	53	71.62
合計	74	100

## 取締役の報酬を特定の取締役が決められている会社における補充原則4-10-1の実施率

取締役の報酬の決定機関	社数	割合(%)
取締役会	112	53.9
再一任を受けた特定の取締役(社長等)	23	11.1
法定の報酬委員会	18	8.7
任意の報酬委員会	12	5.8
不明	43	20.7
合計	208	100

補充原則4-10-1実施の有無(再一任を受けた特定の取締役が報酬を決めている会社)	社数	割合(%)
不実施	5	21.74
実施	18	78.26
合計	23	100

# まとめ

- 取締役会に関する制度改正は、モニタリング・モデルを志向する企業統治改革を強行法規でなく、主にコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールを通じて実現しようとしている
- コンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、企業行動をコーディネートすることにより、望ましい結果を実現する可能性あり。もっとも、実際にそうした機能を果たすかは検証が必要(将来の課題)
- 制度改正後、独立社外取締役は顕著に増加。ただし、大部分の会社で、独立社外取締役は依然、少数派
- CGコードの実施率は全般的に高いが、原則を「実施」している企業の中でも、企業統治の構造には相当な幅があることに注意