

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

コーポレートガバナンス・コード<理論編>

2016年1月22日（金）15:00～16:53

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田 秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 真得	関西学院大学法学部教授
片木 晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
岸田 雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悅郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
洲崎 博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田 節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津 浩司	同志社大学法学部准教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
山下 友信	同志社大学大学院司法研究科教授

【報告】

コーポレートガバナンス・コード<理論編>

京都大学大学院法学研究科教授

北村 雅史

目 次

- I. はじめに
- II. コーポレートガバナンス・コード策定の経緯
 - 1. 「日本再興戦略」と有識者会議「原案」
 - 2. 諸外国の状況
- III. コーポレートガバナンス・コードの目的
- IV. コーポレートガバナンス・コードの規律・適用手法
 - 1. プリンシブルベース・アプローチ
 - 2. コンプライ・オア・エクスプレイン

○前田 定刻になりましたので、2016年1月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

この研究会では、これから3回にわたりましてコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの検討を行っていくことになりました。本日は、その第1回目として、京都大学の北村雅史先生より「コーポレートガバナンス・コード<理論編>」と題してご報告をいただくことになります。

それでは、北村先生、よろしくお願ひいたします。

○北村

I. はじめに

私が担当いたしますのは、「コーポレートガバ

- V. コーポレートガバナンス・コードの構成
- VI. コーポレートガバナンス・コードの特徴
 - 1. 攻めのガバナンス
 - 2. モニタリング・モデルの志向
 - 3. ステークホルダー重視
 - 4. 株主の権利の実効性確保
- VII. おわりに——コーポレートガバナンス・コードの影響
討論

ナス・コード<理論編>」であり、来月が実務編となります。理論編と実務編の線引きはよくわからないところがございますが、コーポレートガバナンス・コードに含まれる各原則の個別的な解釈や実務上の留意事項などが実務編になるのだと思われます。そこで、本日の報告では、コーポレートガバナンス・コードに関する総論的な検討を行います。

具体的には、コーポレートガバナンス・コードの策定に至る経緯、諸外国の状況、コーポレートガバナンス・コードの目的・規律・適用方法・構成・特徴等について考察いたします。

II. コーポレートガバナンス・コード策定の経緯

1. 「日本再興戦略」と有識者会議「原案」

コーポレートガバナンス・コードの策定は、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－」を受けたものです。2014年版の「日本再興戦略」では、コーポレートガバナンス・コードの策定について以下のように述べられています。

まず、「日本企業の稼ぐ力、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民に均てんさせるには」「コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し」「グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化する必要がある」との改訂の戦略が明らかにされます（第一総論Ⅱ1（1））。そして、この戦略に基づく施策の一つとして、東京証券取引所が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要請しています（第一IV1（1））。そのための具体的なアクションプランとして、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等やOECDコーポレートガバナンス原則を踏まえて、わが国の実情に適合し、国際的にも評価が得られるようなコードを、2015年の株主総会シーズンに間に合うように策定するものとされました（第二 3つのアクションプラン 一1（3））。

これを受けて、東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議によって検討が進められ、2015年3月5日に「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「コード（原案）」という）が公表されました。これが有識者会議の最終成果ですが、「原案」となっているのは、これをもとに各証券取引所においてコーポレートガバナンス・コードが策定されることが想定されているからです。

コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所において上場規則に添付され、2015年6月1日から施行されました。ほかの証券取引所でも同じように施行されるに至っています。証券取引所におけるコーポレートガバナンス・コードの実施方法については、後に述べることにします。

なお、これまで日本に、コーポレートガバナンスに関する法令以外にある程度統一的な規範がなかったわけではありません。東京証券取引所は、2004年に、上場会社のコーポレートガバナンスの充実に向けた環境整備の一環として、わが国におけるコーポレートガバナンスに対する共通認識の基盤を提供するという目的のもと、「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を取りまとめました。この原則は、2009年に改訂されるとともに、上場規程の企業行動規範において、上場会社はこの原則を尊重してコーポレートガバナンスの充実に取り組むよう努めるものとする旨が定めされました（2015年5月改正前東京証券取引所有価証券上場規程445条の3）。

「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、経済協力開発機構（以下「OECD」という）コーポレートガバナンス原則の枠組みに従った章立てとなっていましたが、5項目の基本原則とそれぞれについての留意事項が箇条書きになっているのみで、上場規程上も、上場会社はそれを尊重することだけが定められているなど、内容及び実施方法について今回のコーポレートガバナンス・コードに比べるとかなり不十分であったと言えます。

2. 諸外国の状況

コーポレートガバナンスに関する規範の策定は、企業社会が発展したほとんどの国で取り組まれています。ただし、その手法は米国とそれ以外の国では大きく異なっています。

会社法制の改革が「コーポレートガバナンス」という言葉を用いて行われるようになったのは、米国が最初であると思います。米国法律協会（American Law Institute）が、10年余にわたる検討の末、1992年に公表した「コーポレートガバナンスの原理：分析と勧告」（Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations）は、世界各国のコーポレートガバナンスに関する議論に大きな影響を及ぼしました。

た。

米国におけるコーポレートガバナンス規範への取組みは、コードという形ではなく、証券取引所法等の改革、21世紀について言えば、2002年のサーベンス＝オクスレー法や2010年制定のドッド＝フランク法などによる改正のほか、SEC規則や証券取引所の上場規則により、いわゆるルールベースの規制の形で行われています。例えば取締役会における独立取締役の割合、監査委員会・指名委員会・報酬委員会などの委員会の設置、そしてその委員の構成などは、ルールどおり上場会社に義務付けられることになります。

一方、欧州諸国をはじめとする多くの国では、法令等の制定のほかにコーポレートガバナンス・コードを策定し、後述のプリンシップベースでコンプライ・オア・エクスプレインの手法による規律が行われています。

コーポレートガバナンス・コードの先駆者というべき国としては、英国がすぐに思い浮かびます。英国では、1992年のキャドベリー委員会報告書、1995年のグリーンブリー委員会報告書、そして1998年のハンペル委員会報告書に含まれる規範・原則が統合されまして、「統合規程（Combined Code）」が1998年にロンドン証券取引所の上場規則に添付されました。2010年に、財務報告評議会

（FRC=Financial Reporting Council）が「統合規程」を再編成しまして、上場会社に対する規律を「英国コーポレートガバナンス・コード（UK Corporate Governance Code）」として取りまとめました。そのときに、機関投資家向けの規律はスチュワードシップ・コード（UK Stewardship Code）として分離されました。

英国のコーポレートガバナンス・コードは、それ自体法的拘束力があるものではありませんが、上場会社は、英国コーポレートガバナンス・コードの定めを遵守したかどうか、ある定めを遵守しなかった場合はその理由を年次財務報告書（annual financial report）に記載しなければなりません（Financial Conduct Authority Handbook

Listing rules 9.8.6(6)）。

ドイツでは、コーポレートガバナンス規制等に関する政府委員会が、2001年に「ドイツ・コーポレートガバナンス・コード（Deutcher Corporate Governance Kodex）」を作成し、上場会社は、ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの遵守状況を開示しなければならないものとされました。ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの遵守状況の開示の義務は、株式法に規定されています（161条1項）。遵守状況の開示とは、コーポレートガバナンス・コードの提示する勧告に従っているかどうか、従っていない場合はその理由を述べるというものです。

フランスでは、2008年にコーポレートガバナンス・コードが策定され、上場会社がコンプライ・オア・エクスプレインの手法でコードの遵守状況を開示することが、商法上要請されています。

これ以外の欧州の主要国のほか、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、香港などでも、プリンシップベース・アプローチでコンプライ・オア・エクスプレインの手法によるコーポレートガバナンス・コードが策定されていまして、2014年段階でコーポレートガバナンス・コードを持たない先進国は、米国と日本だけと言われました。

日本では、コーポレートガバナンス・コードに先立ち、2014年2月にスチュワードシップ・コードが策定され、2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが施行されましたから、両方のコードを持つという意味で、英国並みのコード先進国になりました。

米国でなぜコーポレートガバナンス・コードがないのかということについて、いくつかの分析があります。例えば米国では会社法の管轄が州にありますので、ドイツやフランスのように会社法に根拠を持つコードを策定するのは困難であるとか、コーポレートガバナンスについて実効的・強制的な規律をするためには、プリンシップベースではなくて、ルールベース・アプローチがよいという

方針のもと、規律する範囲が広過ぎるので統一的なルールが作れないため、法令、取引所規則等々により分権的規制が採用される、という理由が挙げられています（神作裕之「コーポレートガバナンス・コードの法制的検討」商事法務 2068 号 16 頁）。このほか、法制上の理由ではありませんが、アクティビスト活動が活発で大手機関投資家が企業の長期的価値創造のために盛んに意見発信をしてきたという事情がもともとあるからだという分析もあります（武井一浩「ガバナンス・コードを踏まえた取締役会の機能性と自己評価」商事法務 2069 号 7 頁）。

もちろん、米国以外の国々でも、ルールベースのコーポレートガバナンス規制は存在します。日本でも、その他の国々でも、程度の違いはあるとしても、株式会社の機関設計、経営監視体制、役員報酬の決定、そしてその開示などのガバナンスに関する事項の枠組みは、会社法や金融商品取引法、あるいは取引所規則等によってルールベースで規律されています。つまり、法令等に加えてソフトローとしてのコードを組み合わせることによりコーポレートガバナンスに対処するということが、国際的には主流になっています。

このほか、OECD は、1999 年にコーポレートガバナンス原則を策定しました。この原則は、1998 年 4 月の OECD の閣僚理事会において、各国政府その他の関連の国際機関及び民間部門とともに、コーポレートガバナンスの基準や指針を一つにまとめた文書を策定すべきとの要請がなされたのを受けて策定されました。OECD コーポレートガバナンス原則は、OECD 加盟国あるいは非加盟国の政府が、それぞれの国におけるコーポレートガバナンスについての法的・制度的枠組み及び規制の枠組みを評価し改善する助けとなり、また、証券取引所、投資家、企業その他の関係者に対し指針と示唆を提供することを意図したものです（2004 年版 OECD コーポレートガバナンス原則前文）。

この OECD コーポレートガバナンス原則は、2004 年と 2015 年 9 月に改訂されました（2015 年版の

見出しへ G20/OECD Principles of Corporate Governance）。前述の「日本再興戦略」では、OECD コーポレートガバナンス原則を踏まえてと書かれていましたが、日本のコーポレートガバナンス・コードが参考にしたのは、2004 年版 OECD コーポレートガバナンス原則ということになります（コード（原案）序文 4 項）。

III. コーポレートガバナンス・コードの目的

コード（原案）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・果断な意思決定を行うための仕組み」をコーポレートガバナンスであると定義しています（コード（原案）序文 6 項）。そして、会社が、株主に対する受託者責任やステークホルダーに対する責務を踏まえ、会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」を目指すための規律を策定しています（コード（原案）序文 7 項）。

英国のコーポレートガバナンス・コードの前文（Governance and the Code）によりますと、「コーポレートガバナンスとは、それによって会社を方向付け、制御するためのシステム（system by which companies are directed and controlled）である」と定義されています。キャドベリー委員会の報告以来、このように定義されています。

そして、会社のガバナンスは取締役会が責任を負いますので、コーポレートガバナンスというのは、会社の取締役会が何を行い、いかに会社の価値を設定するかにかかわるものであるとされます。その上で、英国のコーポレートガバナンス・コードの目的は、「実効性の高い取締役会実務のための数多くの要素について指針を提供する」（前文）、あるいは「質の高いコーポレートガバナンスの実現を目的とする法律、規制及び最善慣行基準の枠組みの一部をなす」（序文（Preface））とされています。

OECD コーポレートガバナンス原則の前文により

ますと、コーポレートガバナンスというのは、「経済効率性を改善し、成長を促進し、投資家の信頼を高める上での一つの重要な要素」「会社経営陣、取締役会、株主及びステークホルダー間の一連の関係に関わるもの」「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」であるとし、「有効なコーポレートガバナンス体制が存在することは、市場経済が適切に機能するのに必要な程度に信頼を高めるための助け」となり、「その結果、資本コストが低下し、会社が資源をより効率的に活用するよう促進されることで、成長が下支えされることになる」と述べられています。

このように、英國あるいはOECDのコーポレートガバナンス・コードないし原則と比べますと、日本のコーポレートガバナンス・コードは、「株主をはじめ顧客、従業員、地域社会等の立場を踏まえる」ということと「迅速・果断な意思決定」を行ふことを定義に加えていまして、コードの目的を「攻めのガバナンス」の実現を目指すものと位置付けている点において特徴的です。

「攻めのガバナンス」をことさら強調することについては、以下のような分析がされています。

英米を中心に、コーポレートガバナンスには経営者が短期的な利益を追求し過剰なリスクをとることに対するブレーキとしての役割が重視されているのに対し、日本では、リスクアバースな傾向にある企業行動をもう少しリスクをとりやすい方向に向っていくことが目論まれている（油布志行「コーポレートガバナンス・コードについて」商事法務2068号8頁）。すなわち、欧米も日本も、健全な経営のリスクテイクを可能にするシステムを目指すという意味では共通の目的を持っているけれども、ベクトルが逆方向にあるということです。

もちろん、日本でも、コーポレートガバナンスには「守りのガバナンス」的要素が重要でありまして、短期的利益の追求のための過度のリスクテイクは抑制されなければなりません。コーポレ

トガバナンス・コードは、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図るために主眼を置いています。中長期的ということが述べられているのは、市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、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的株主であるからです（コード（原案）序文8項）。

ドイツとフランスのコーポレートガバナンス・コードの序文には、コーポレートガバナンスの定義は特に定められていません。ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの序文では、ドイツの株式会社がマネジメントボードとスーパーバイザリーボードの二層制をとっていることから、ドイツのコーポレートガバナンス・システムを透明でわかりやすいものにし、ドイツの上場会社の経営・監督を国際的に信頼されるようにするという目的が述べられています。このように、ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの策定の目的が、ドイツのガバナンスシステムを海外の投資家に説明することにあったことから、ドイツではコードの原則の規範性・正統性があまり感じられず、コードの遵守率が英國よりも低く（英國で最も不遵守率の高い各則でも不遵守割合は9.8%であるのに対し、ドイツの勧告の遵守率の平均は79.8%）、規模の小さな上場会社ほどその傾向が強いという分析が紹介されています（神作・前掲17頁）。

IV. コーポレートガバナンス・コードの規律・適用手法

1. プリンシブルベース・アプローチ

コーポレートガバナンス・コードでは、プリンシブルベース・アプローチ（原則主義）の規律が採用されています。プリンシブルベース・アプローチの意義について、コード（原案）では、「一見、抽象的大掴みな原則（プリンシブル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある」とされ、「本

コードで使用されている用語についても、……まずは株主等のステークホルダーに対する説明責任等を負うそれぞれの会社が、本コードの趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定される」と述べられています（コード（原案）序文 10 項）。

OECD コーポレートガバナンス原則でも、2004 年版の前文（OECD Principles Corporate Governance）においてプリンシップベース・アプローチ（principles-based approach）が採られることが明らかにされています。英国のコーポレートガバナンス・コードも、コードの原則などはプリンシップであって、ルールベース・アプローチ（rule-based system）ではない旨が強調されています（序文 5 項、comply or explain 6）。

プリンシップベース・アプローチの対語はルールベース・アプローチ（細則主義）です。法令はルールベース・アプローチを探っています、そこでは、規範の明確性を高めるため、用語の厳密な定義がされています。これにより予見可能性が確保されますが、反面、個別事情に応じて柔軟に解釈する余地があまりなく、規範が示す最低限のルールのみを守ればよいという消極的な対応がされることになります。これに対し、プリンシップベース・アプローチによると、解釈の幅が広がり、個別事情によって柔軟な解釈が可能になり、結果として各社の主体的かつ積極的な取組みが促されることが期待されるということです。

なお、プリンシップベース・アプローチは後述のコンプライ・オア・エクスプレインの手法に親和的であると言えますが、ルールベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインは相容れないわけではないのだろうと思います。社外取締役とは何かということが会社法 2 条で厳格かつ明確に定義されて、会社法 327 条の 2 はルールベース・アプローチと言えますが、「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明することによって、「社外取締役を置かない」という選択を可能にしています。つまり、ルールベース・アプローチだけれど、コンプライ・オア・エクスプレイ

ンもありうることになります。

コーポレートガバナンス・コードの諸原則及びそこで使用されている用語については、プリンシップベース・アプローチの下、厳格な定義が置かれていません。これによって、解釈の幅を広げているものがたくさん含まれています。このような原則や用語の解釈は、各社の自主的な判断に委ねられるわけですが、だからといって各社が恣意的に判断すればよいわけではありません。コード（原案）の序文にありますように、原則・用語の解釈に当たっては、各原則の趣旨・精神を理解した上で、その趣旨・精神を全うするにはどのように解釈するのが適切かという観点からの対応が求められます。また、用語の定義を含めコードに含まれる原則の解釈については、まずはコードの名宛人である上場会社の解釈が尊重され、会社と株主等のステークホルダーの見解が異なる場合には、対話によって共通の理解が得られるように努めることが期待されるところです。

コーポレートガバナンス・コードの原則に含まれる具体的な用語の解釈は、その用語が含まれる原則の趣旨・精神に遡って検討することになりますので、ある上場会社の解釈が他の会社の解釈と少し異なっているのは、プリンシップベース・アプローチの手法からすると、想定内のことになります。

用語を原則の趣旨に遡って解釈することについて、少し例を挙げて検討したいと思います。

コーポレートガバナンス・コードには「株主」という用語が頻出します。このうち、コード（原案）序文 8 項では、スチュワードシップ・コードとの関係に言及し、「株主」は機関投資家を意味するような表記がされています。しかし、それ以外の場面で「株主」という文言が出てきても、機関投資家を連想させるような表現はされていません。ということは、「株主」は機関投資家に限られるものではないということが意識されたと考えられます。

もっとも、コードの原則の趣旨からその文脈に

において「株主」がどのような属性の者を想定したかについては、各社の判断が要請されることになります。例えば補充原則5－1①では、経営陣幹部または取締役が合理的な範囲で株主との面談に臨むことを基本にするとされていますが、経営陣幹部や取締役が物理的に面談できる株主というのは、実際には保有株式数、保有期間、保有目的等から一定の者に限定されると考えられます。

基本原則1や補充原則1－1③には、「少数株主」という言葉が出てきますが、「少数株主」というのは、会社が株主としての特別な権利の行使を妨げないようにする場面の権利の主体として表現されています。株主としての特別な権利として挙げられているのが、違法行為差止権とか代表訴訟提起権といった単独株主権です（補充原則1－1③）。ということは、少数株主とは、いわゆる少数株主権の主体という意味ではなくて、基準日を定めてする集団的権利行使以外の個別的な株主の権利行使し得る者と理解されます（社債・株式等の振替に関する法律147条4項の「少数株主権等」を行使する株主と同義）。

このほか、「関連当事者」（原則1－7）、「経営陣」（原則4－2等）、「経営陣幹部」（原則3－1等）、「資本政策」（原則1－3）、「政策保有株式」（原則1－4）といった用語についても明確な定義はありませんので、各社が原則の趣旨に遡って解釈する必要があります。

2. コンプライ・オア・エクスプレイン

コーポレートガバナンス・コードの実施に当たっては、「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合はその理由を説明するか）の手法が採用されます。すなわち、コードに含まれる規範（原則）は法的拘束力を持つものではなく、原則の中に会社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ものがあれば、理由を説明して当該原則を実施しないことが認められます。

規範の遵守を強制するのではなく、コンプラ

イ・オア・エクスプレインの手法をとる趣旨は、コーポレートガバナンス・コードに含まれる全ての原則が全ての上場会社に適合するわけではないことを前提とします。コードの原則を実施しない会社は、実施しない理由を説明することで、株主・投資家その他のステークホルダーの理解を得られるよう工夫することが期待されており、定型的な表現により表層的な説明をすることは、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に反します。

上場会社側だけでなく、株主等のステークホルダーの側においても、この趣旨を理解し、コードの原則の一部を実施し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べきではありません（コード（原案）序文12項）。議決権行使助言会社であるISSの2016年版日本向け議決権行使助言基準が2015年11月20日に公表されました。そこでは、「株主総会後2人以上の社外取締役がいない場合に、経営トップの選任に反対を推奨する」としています。ここで、独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとするコードの原則4－8を実施しないということのエクスプレインを無視して機械的に処理するというのであれば、批判されるべきではないかと思われます。

コンプライ・オア・エクスプレインの手法は、コーポレートガバナンス・コードを有する国におおむね共通します。ただ、子細に見ますと、国によってコードの規範性の強弱に違いがあります。

英国のコーポレートガバナンス・コードの規範は、基本原則（Main Principle）と補助原則（Supporting Principle）と各則（Code Provisions）に分かれています。このうち基本原則は、上場会社に遵守することが義務付けられており、上場会社はそれをどのように遵守したかを年次財務報告書に記載することになっています（Financial Conduct Authority Handbook Listing rules 9.8.6(5)）。一方、各則については、コンプライ・オア・エクスプレインの手法により、他の手段によって良いコーポレートガバナンスが達成される

のであれば、各則を実施しない理由を年次財務報告書に記載して（Financial Conduct Authority Handbook Listing rules 9.8.6(6)(b)）、各則から逸脱することが正当化されることになります（comply or explain 2・3）。

ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの規範は、勧告（Empfehlung／recommendations。 soll(sollen)・shall という文言が用いられる）と提案（Anregung／suggestions。 sollte・should という文言が用いられる）に分かれています。勧告については、その理由を説明することにより規範からの逸脱が認められ、提案については、説明もせずに逸脱してもよいことになっています。株式法 161 条によって遵守したかどうか、あるいは遵守しない場合はその理由等について説明が求められるのは、勧告についてです。

フランスのコーポレートガバナンス・コードに含まれる規範には、英国やドイツのような区分はありません。上場会社は、コードに含まれる全ての原則について遵守するか、不遵守の理由を説明することになっています（コード 25.1）。

日本のコーポレートガバナンス・コードに含まれる規範は、基本原則、原則及び補充原則に分かれます。「基本原則」はガバナンスについての普遍的な考え方を示したもの、「原則」は「基本原則」を構成要素ごとに分解・整理したもの、「補充原則」は具体的に何をするのかについて「原則」を補うものです。このように三層構造になっている規範をどのように実施するかは、証券取引所のルールによって定められています。

証券取引所の上場規程は、証券取引所に対する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」において、コーポレートガバナンス・コードの実施状況をコンプライ・オア・エクスプレインの方式で開示することを求めています。先ほど3層構造と言いましたが、コードに含まれる諸原則のどの層の実施状況が報告対象となるのかについては、証券取引所あるいは上場会社によって異なります。東京証券取引所の市場第一部及び第二部、いわゆ

る本則市場の上場会社につきましては、コーポレートガバナンス・コードの原則（基本原則 5、原則 30、補充原則 38）は全て合わせると 73 原則がありますが、その全てがコンプライ・オア・エクスプレインの対象となります。マザーズ上場会社とジャスダック上場会社は、基本原則のみが対象となります。札幌証券取引所と福岡証券取引所では、全ての上場会社について、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とするのは基本原則の 5 つのみとなります。名古屋証券取引所は、本則市場の上場会社は、若干例外はありますが、一応原則的に基本原則・原則・補充原則の全てがコンプライ・オア・エクスプレインの対象となり、セントレックス上場会社は基本原則のみが対象となります。

なお、基本原則についてもコンプライせずにエクスプレインするには可能だということが前提となっていますが、基本原則は、上場会社であれば通常実施すると考えられる基本的な考え方を示したものであり、上場会社がこれを遵守しないという合理的説明をすることは実際問題として困難ではないかと思います。

以下、上場会社については、東京証券取引所の本則市場の上場会社を前提にお話しすることにします。

コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を尊重することは、有価証券上場規程の企業行動規範のうち「望まれる事項」として定められています（東京証券取引所有価証券上場規程 445 条の 3）。「望まれる事項」は、上場会社に要請される事項を努力義務として定める規定群であり、それに違反しても実効性確保措置（特設注意市場銘柄への指定、改善報告書の徴求、公表措置、上場契約違約金）の対象にはなりません。もっとも、コードの各原則を実施しない場合はその理由を説明しなければならず、この義務は、企業行動規範のうち「遵守すべき事項」に該当します（東京証券取引所有価証券上場規程 436 条の 3）。「遵守すべき事項」の違反は実効性確保措置の対象となります。

なお、コーポレートガバナンス・コードを添付するという内容の上場規程の改正（2015年5月13日、施行は同年6月1日）により、従前の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は廃止されました。

コーポレート・ガバナンスに関する報告書は、定時株主総会の後、遅滞なく提出することになっていますが、コードの諸原則についてのコンプライ・オア・エクスプレインを記載した報告書の初回の提出時期は、平成27年6月1日以後に最初に開催される定時株主総会の日から6か月以内です（コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領2015年6月改訂版）。コードの各原則の実施状況の開示は、実施しない原則を特定して理由を説明するというのですが、全ての原則を実施している場合には、全て実施しているという記載をすることになっています（コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領2015年10月改訂版）。

V. コーポレートガバナンス・コードの構成

コーポレートガバナンス・コードは5章に分かれています。「第1章 株主の権利・平等性の確保」「第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働」「第3章 適切な情報開示と透明性の確保」「第4章 取締役会等の責務」及び「第5章 株主との対話」です。それぞれの章に1つの基本原則と複数の原則・補充原則が置かれています。

コーポレートガバナンス・コードの構成につきましては、各国で特徴が見られます。

英国のコーポレートガバナンス・コードは、「Aリーダーシップ」「B 取締役会の有効性(Effectiveness)」「C 説明責任(Accountability)」「D 報酬」「E 株主との関係」という章立てになっています。前述したように、英国のコードはキャドベリー委員会報告以来の積み重ねの上に成り立っており、その沿革がコードの構成に反映しています。例えば「取締役会の有効性」は、既にキャドベリー委員会報告の見出しにあらわれていま

す。「報酬」というのはグリーンブリー委員会報告のテーマです。「説明責任」はキャドベリー委員会報告で強調され、ハンペル委員会報告で一つの章のテーマとして挙げられています。

ドイツ・コーポレートガバナンス・コードは、「株主及び株主総会」「マネジメントボードとスーパーバイザリーボードの協力」「マネジメントボード」「スーパーバイザリーボード」「透明性」「年次財務諸表の提出及び監査」という章立てです。ドイツの経営管理機構の特性を説明するという目的から、マネジメントボードとスーパーバイザリーボードに関する勧告・提案がかなりの部分を占めています。

フランスのコーポレートガバナンス・コードは、25の大項目から成っていますが、その大部分は取締役ないし取締役会に関する原則であり、ステークホルダーとの協働や株主との対話に特化した大項目はありません。

日本のコーポレートガバナンス・コードが主として参考にしました2004年版OECDコーポレートガバナンス原則の章立ては、総論的な第1章を除きますと、「第2章 株主の権利及び主要な持分機能(key ownership functions)」「第3章 株主の平等取扱い」「第4章 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」「第5章 開示及び透明性」「第6章 取締役会の責任」です。

OECDコーポレートガバナンス原則の第2章と第3章は、日本のコーポレートガバナンス・コードの第1章に近い内容です。OECDコーポレートガバナンス原則の第4章から第6章は、それぞれ日本のコードの第2章から第4章に相当します。例えば、わが国で実務的に関心の高い「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」という原則4-8は、OECDコーポレートガバナンス原則では「利益相反の可能性がある場合には、独立の判断を下せる十分な数の業務を執行しない取締役の選任を検討すべきである」（第6章E1）となっています。

日本のコーポレートガバナンス・コードの第5章「株主との対話」は、2004年版OECDコーポレートガバナンス原則にはない章です。日本では、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《日本版スチュワードシップ・コード》——投資と対話を通じて企業の持続的成长を促すために」）が先に策定されました。そして、コーポレートガバナンスの向上のためには両方のコードが車の両輪として機能することを踏まえて、株主との対話に向けた会社の取組みを促進すべきことをコーポレートガバナンス・コード第5章で明確にしたということです。

同じくスチュワードシップ・コードを有する英国のコーポレートガバナンス・コードの「E 株主との関係」の第一の主要原則（E1）は「株主との対話（Dialogue with Shareholders）」であり、「目指すところ（objectives）についての相互理解に基づき、株主と対話すること」「取締役会全体が株主との間で満足のいく対話が行われるようにする責務を負うこと」が定められています。

2015年版OECDコーポレートガバナンス原則は、新たに「第3章 機関投資家、資本市場及びその他の仲介業者（intermediaries）」という章を設けました。新たに設けたということは章が1つ増えたことになりそうですが、2004年版の第2章と第3章を第2章「株主の権利及び平等取扱い並びに主要な持分機能」に統合したので、章の番号はずれていません。新しい第3章では、機関投資家が議決権行使をする際のポリシーの開示など、日本ではスチュワードシップ・コードで定められる事項が含まれています（III A・B）。その原則の解説を読みますと、議決権行使を実質化するため、機関投資家と投資先企業との対話が推奨されるが、企業側は株主を平等に取り扱わなければならず、市場に開示されていない情報を機関投資家に提供してはならない旨が述べられています。これらは、2004年版の第2章（F・G）にも含まれていた事項の一部を新たに第3章に移したものとも言えますが、なぜ新しい第3章を設けたかといいますと、

インベストメント・チェーンに介在する当事者に着目し、議決権が適切に行使されるようにする枠組みを設定するためであると説明されています。

インベストメント・チェーンとは、発行会社と最終的持分権者（実質株主）の間に介在するさまざまな業者やプロセスを意味し、機関投資家のほか、議決権行使助言会社、アナリスト、ブローカー、格付機関等についても規制（分析・助言の健全性を損なう利益相反を開示し最小化する）を及ぼしている（III D）ところが注目されます。

VI. コーポレートガバナンス・コードの特徴

日本のコーポレートガバナンス・コードの各原則の内容上の特徴として、次のような点を挙げることができます。

1. 攻めのガバナンス

これまでのコーポレートガバナンス論では、会社におけるリスクの回避や不祥事の防止という守りのガバナンスが強調されており、規制緩和が主流の会社法制の改革の中で、ガバナンス関係の規制改正は、監督監視体制の規制強化という歴史をたどってきました。

これに対し、コード（原案）では、序文7項において、「攻めのガバナンス」を目指す旨が明らかにされています。具体的な諸原則を見てみると、「上場会社の取締役会は、……会社の持続的成长と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、……経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」（基本原則4）、「取締役会は、……経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、こうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである」（原則4-2前段）といった内容が含まれています。

もちろん、コーポレートガバナンス・コードが

守りのガバナンスを軽視しているわけではありません。今述べましたのは第4章ですが、第4章に含まれる諸原則では、取締役会による経営戦略・経営計画の策定（原則4-1）、取締役会による経営陣に対する実効性の高い監督と業績評価（原則4-3）、独立社外取締役の有効な活用（原則4-8）などが定められています。ただ、第4章全体の趣旨は、経営監督の質の高さと意思決定過程の合理性を担保することによって、経営判断の結果として会社に損害が生じた場合に経営陣・取締役の責任が回避され、そのことが迅速・果断な意思決定を促すということにあると述べられています（基本原則4の考え方）。

2. モニタリング・モデルの志向

モニタリング・モデルの意味は論者によって異なりますが、一般的には、取締役会は経営の基本方針の決定と業績評価、業務執行者の選任・解任を基本的な責務とし、取締役会メンバーの相当数は業務執行に関与しない構成と考えてよいと思います（江頭憲治郎『株式会社法（第6版）』380頁）。

コーポレートガバナンス・コードの諸原則には、「取締役会は、……企業戦略等の大きな方向性を示す」（基本原則4）とか、「取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、……具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべき」（原則4-1。開示につき原則3-1（i））とか、「取締役会は、……経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、その内容を開示すべき」（補充原則4-1①）、「取締役会は、……適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべき」（原則4-3。人事についての方針・手続の開示について原則3-1（iv）（v））ということが述べられていて、取締役会の責務は、経営方針や計画の策定、業績評価、経営陣幹部の人事であるということを明らかにしています。

また、わが国の上場会社の実情から見て、取締

役会構成員の多数が業務を執行しない取締役であるとするのは現実的ではないかもしれません、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも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上場会社は、……そのための取組み方針を開示すべきである」（原則4-8後段）とされています。森本先生は、これは事実上3分の1以上の独立社外取締役の選任が推奨されているのだと理解すべきであると述べられています（森本滋「取締役会のあり方とコーポレートガバナンス・コード」商事法務2087号9頁）。

わが国においてモニタリング・モデルと言えば、指名委員会等設置会社を連想します。もつとも、コード（原案）序文14項では、「本コード（原案）は、……いずれかの機関設計を懲戒するものではなく、いずれの機関設計を採用する会社にも当てはまる、コーポレートガバナンスにおける主要な原則を示すものである」とされていまして、コード自体がモニタリング・モデルを明確に強く推奨しているわけではないようです。

なお、わが国の上場会社の多くが監査役会設置会社であることを踏まえ、コードには監査役会設置会社を想定した幾つかの原則が置かれていますが、こうした原則については、監査役会設置会社以外の上場会社は、自らの機関設計に応じて所要の読み替えを行った上で適用を行うことが想定されています（コード（原案）序文14項）。

3. ステークホルダー重視

コーポレートガバナンス・コードの第2章は、全体が株主以外のステークホルダーとの協働を定めています。コーポレートガバナンス・コードが目指す中長期的な企業価値の創出を達成するためには、ステークホルダーとの協働が不可欠であることが第2章の諸原則の基本となります。コーポレートガバナンス・コードにおけるステークホルダーとして何が挙げられるかというと、従業員、

顧客、取引先、債権者、地域社会が例示されています。コーポレートガバナンス・コードの第2章は、OECD コーポレートガバナンス原則第4章を参考にしているわけですが、OECD コーポレートガバナンス原則にはない地域社会を明示的にステークホルダーに加えている点が一つの特徴かと思います。地域社会がステークホルダーになるのは、それが会社の存続・活動の基盤になるからです。

第2章には具体的にどういう原則が含まれているかということですが、ステークホルダーへの価値創造に配慮した経営理念の策定（原則2－1）、ステークホルダーとの協働・その利益の尊重などに会社としての価値観を示し、その構成員が従うべき行動基準を定め実践すること（原則2－2）、社会・環境問題をはじめとするサステイナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応（原則2－3）、女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保（原則2－4）、従業員等が不利益を被る危険を懸念することのないような内部通報に係る体制整備（原則2－5）などが定められています。

このほか、独立社外取締役の役割の一つとして、これは第2章ではありませんが、ステークホルダーの意見を適切に取締役会に反映させるということが挙げられています（原則4－7（iv））。ただ、独立社外取締役がいずれかのステークホルダーの利益を代表するという趣旨ではありません。

4. 株主の権利の実効性確保

コーポレートガバナンス・コードの第1章は「株主の権利・平等性の確保」であり、第5章は「株主との対話」です。つまり、5つの章のうち2つに株主に関する事項が定められているということですから、英国などのコーポレートガバナンス・コードと比べても、株主を重視しているとか株主主権を打ち出しているように見えなくもありません。

もっとも、第1章の基本原則1で述べられている株主の権利行使の確保とそのための環境整備、株主の実質的平等の確保、少数株主や外国人株主

の権利行使への配慮といったことは、会社として当然のことであり、そういうことが最初に定められているからといって、日本のコーポレートガバナンス・コードが特に株主の権利保護に偏重しているということではないと思います。「株主の権利・平等性の確保」が第1章にあるのは、OECD コーポレートガバナンス原則の構成をもとにしているためです。第5章に「株主との対話」があるのは、日本ではスチュワードシップ・コードが先にできたので、それとの関係に留意したためと理解すれば足りるのではないかと思います。

このように基本原則1は当然の考え方を定めたものと思われますが、第1章に含まれている補充原則には興味深いものが含まれています。これは実務編になるのかもしれません、幾つか挙げておきたいと思います。

まず、補充原則1－1①は、「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである」としています。これは、英国のコーポレートガバナンス・コードにあります「反対投票がかなりの割合に及んだと取締役会が考える場合、会社は、投票結果の公表時に、投票結果の背後に存在する理由を把握するためにどのような対応をとるつもりかを説明すべき」という各則を参考にしたものと思われます。平成22年の金融商品取引法（内閣府令）の改正により、議決権行使結果の臨時報告書における開示が求められるようになりましたが（企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項9号の2）、それを推し進めて、原因分析と対話の要否の検討を求めるのが補充原則1－1①ということになります。これは株主の議決権行使結果をコーポレートガバナンスに活かすことが趣旨ですが、「相当数の反対票」というのはどれぐらいなのか、分析をいつするのか、あるいは株主との対話をする必要があるのかどうかという検討が今後求められることになります。

す。

補充原則1－2③は、「上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点を考慮し、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定をすべきである」と定めています。この補充原則について、コード（原案）の背景説明では、基準日から株主総会開催日までの期間は、ガバナンスの実効性を確保する観点からできるだけ短いことが望ましいことが述べられています。基準日と株主総会開催日の間隔があきますと、その間に株式を手放してしまった者が株主総会で議決権行使するという事態が生じます。つまり、その会社の株主ではなくて利害関係を持たなくなつた者が、取締役の選任などその会社の重要な意思決定に参加するという、いわゆるエンプティ・ボーティングの問題が生じると言われています。

「日本再興戦略」は毎年改訂されていまして、「『日本再興戦略』改訂2015—未来への投資・生産性革命—」によりますと、「株主総会については、企業において株主の議決権行使や対話の機会を十分に確保するとともに、株主総会に近い時点の株主の声を反映するような適切な基準日を設定するよう、関係団体等が本取組の円滑化に向けた方策等について、来年中に検討することを促す」とされています。

補充原則1－2⑤は、「信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家が、株主総会において、信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである」としています。この補充原則は、実質株主の総会出席を認めることにより、実質株主の意見をコーポレートガバナンスに活かすという考え方を踏まえたものです。

この補充原則は、会社法上の重要な論点を含んでいます。まず、株主名簿上の株主でない機関投資家は、株主本人として議決権行使をすることはできませんので、もし議決権行使をするとすれば、

名義株主の代理人として議決権行使をすることが考えられます。その場合、定款において議決権行使の代理人資格を株主に限定するという定めがあるときに、実質株主に代理人資格があるかどうかが問題になります。仮にこの問題をクリアできるとしても、実質株主の代理人資格をどうやって証明するのかとか、名義株主自身の議決権行使との関係、あるいは同じ名義株主のもとに実質株主が複数いたらどうするのか、こういう問題をどのように処理するかといった困難な課題が存在します。

これらの問題について、全国株懇連合会が2015年11月13日に「グローバルな機関投資家の株主総会への出席に関するガイドライン」を公表して対処方法の指針を示していますが、幾つかの考え方を併記した部分もありまして、まだ解釈論は煮詰まっていないということです。

VII. おわりに——コーポレートガバナンス・コードの影響

コーポレートガバナンス・コードの実施状況に関する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出猶予期間は、上場規程によるコードの実施（2015年6月1日）後最初に開催される定時株主総会の日から6か月ということになっています。そうすると、6月に定時株主総会を開催した上場会社の報告書は出揃っているはずです。これら全体についての分析は今後行われると思いますが、現時点でまとまったものとして、別冊商事法務400号に、2015年8月までに提出された報告書についての分析が公表されています（森・濱田松本法律事務所編「コードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書の記載事例の分析」）。それによりますと、東京証券取引所の本則市場上場会社約70社のうち、コードの全ての原則（基本原則、原則、補充原則）をコンプライしている会社の割合が約60%であるということです。コードの原則のうち、エクスプレイン（実施しない）が多かったものが幾つかありまして、特に多かったものとして、補充原則1－2③——株主総会の開

催日について、原則 4－8——2人以上の独立社外取締役を選任すべきというもの、補充原則 4－11③が挙げられます。補充原則 4－11③は「取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである」というものでありますと、分析評価が間に合わないものが多かったため、エクスプレインが多かったのだろうと思います。ちなみに、株式会社日本取引所グループの「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」でも、これだけがエクスプレインとなっていました。

原則 4－8 が独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきとしていることが影響して、東京証券取引所第一部上場会社のうち、2名以上の独立社外取締役を選任するものの比率は、2014 年には 21.5%でしたけれども、2015 年には 48.4%に急増したという報告があります（金融庁・スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議第 1 回会議資料 4）。

会社法改正との関係ですが、平成 26 年会社法改正で監査等委員会設置会社が創設されまして、これへ移行する上場会社が既に 200 社程度に上ったと言われていますが、その理由の一つとして、コーポレートガバナンス・コードで要請される 2 人以上の独立社外取締役の確保が容易になることが挙げられています（「株主総会白書 2015 年版」商事法務 2085 号 152 頁によると、監査等委員会設置会社に移行するメリットは何かという質問に対する回答のうち、「社外監査役を監査等委員にすることと、新たに社外役員を招聘することなく、複数の社外取締役確保が可能になる」というものが 61.6% を占めていた）。実際に、移行前の社外監査役がそのまま社外取締役に横すべりした例が少なからずあるようです。これがいいことなのかどうかは、評価が分かれるかもしれません。

コーポレートガバナンス・コードの個々の原則へのコンプライに無理にこだわることは、コード

の趣旨に反するものですが、実際にはできるだけエクスプレインを避けたいというのが上場会社の本音のようです。参考までに、英国の FTSE350 の会社のうちコーポレートガバナンス・コードを完全遵守する上場会社の割合は 61.2% ということです（神作・前掲 21 頁）。前述のように、日本で 2015 年 8 月末までにコーポレートガバナンスに関する報告書を提出した上場会社の完全遵守率は 60% となっていまして、そうすると英國並みではないかということになりそうですが、8 月末に提出した 70 社の傾向が東京証券取引所本則市場の上場会社 2,000 社以上の全体に当てはまるかどうかということは、今後分析する必要があると思われます。

私の報告は以上です。よろしくお願ひいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきましてご質問、ご意見をお願いいたします。

### 【プリンシブルベースとルールベース】

○岸田 プリンシブルベースの意味がよくわからないのですけれども、たとえば国際会計基準ではルールベースからプリンシブルベースに変わったのですが、ここでは、ルールといいますかコードは大まかに決めておいて、後は各会社の責任で下さい、ということなのです。このコーポレートガバナンス・コードについても、各会社が自分たちの判断でこう思うということをすればいいのでしょうか。もしそれが間違っているならば、東京証券取引所なり日本取引所自主規制法人なりが実効性確保措置をとると考えてよろしいのですか。

つまり言いたいのは、コーポレートガバナンス・コードは法律ではないので、間違った場合は、別に制裁を課せられるわけではなくて、自分たちの判

断でこう考えたのだと言って、それが東京証券取引所の上場規程に違反すれば、そこで何らかの措置をとられると、それでよろしいのでしょうか。

○北村 プリンシップルベース・アプローチでは、大抵みな基準が設けられ、それをどのように解釈するかは、その原則の趣旨をもとに、第一義的には各上場会社が判断します。もちろん、上場会社が恣意的に、自分がコンプライできるよう、無理やり趣旨を離れて解釈するということは適切ではありませんが、とりあえず解釈をすれば原則的にその上場会社の解釈が尊重されることになります。それについて株主やステークホルダーと意見が合わないということであれば、対話を通じてそれを正していくというのが本則でありまして、例えば自主規制機関なり証券取引所なりがその解釈はおかしいのだと決めつけて、上場会社はコンプライしたと言っているにもかかわらず、証券取引所が、いや、これではコンプライしたとは言えない、そして説明もしていないのだから実効性確保措置をとる、といったことにはならないのが一応基本的な考え方と思われます。

だから、上場会社の解釈が原則の趣旨を著しく逸脱している場合にはどうかという問題はあるかと思いますが、プリンシップルベース・アプローチの本則というのは、今私が申し上げたことかなと思います。

○岸田 ありがとうございました。

○洲崎 今、プリンシップルベースとルールベースのお話が出ましたので、それについて質問させてください。2ページの真ん中よりやや下あたりでは、欧州諸国をはじめとする多くの国では、プリンシップルベースでコンプライ・オア・エクスプレインの手法による規律を行っているとあります。しかし、ドイツは、確かにコンプライ・オア・エクスプレインではあるけれども、個々の勧告・提案は、抽象的なものというよりは、具体的にこうすべきと定めていると思いますので、プリンシップルベースというよりは、ルールベースではないでしょうか。以前に船津先生がご報告されたときの

印象でも、ルールベースのように理解していたのですが、いかがでしょうか。

○北村 確かにドイツ・コーポレートガバナンス・コードはかなり具体的な内容になっております。勧告と提案のうち、提案はやや進歩的な内容で、勧告はまあ従ってほしいという内容ですけれども、それぞれ具体的な定めになっておりまして、英国で言うところの各則とか、日本で言うところの補充原則とかに近いような印象があります。だから、英国や日本のように、まず基本原則でプリンシップルの考え方をはっきりとした上で、細かく内容を定めるという形ではないので、コーポレートガバナンス・コードではあるけれども、ルールベース的であると言われれば、おっしゃるとおりかなと思います。

私が主に想定していたのは OECD と英國だったので、欧州は皆同じ傾向にあるという理解は変えたほうがいいかもしれません。

#### 【米国におけるプリンシップルベース・アプローチ】

○龍田 国ごとの比較は難しいですね。米国は、ルールベースのものばかりで、プリンシップルベースのコードがないと言われているのですか。

○北村 コーポレートガバナンス・コードのようなものはないということですね。

○龍田 米国法律協会 (ALI) は、かなり早い時期、1930 年代から会社法の基本原則を明らかにしようという動きを見せていましたが、実現したのはおっしゃったように 1992 年ですね。米国の場合、会社法の立法権限は各州の議会にありますから、ALI がルールそのものをつくることはできないでしょう。そこで ALI は、各州の議会が立法をする場合や裁判所が判決をする場合の望ましい方向を示そうとしたわけですね。

ご報告書の中で挙げられたサーベンス=オクスレー法やドッド=フランク法は、まさにルールを強化したものですが、これらは 1930 年代の連邦証券関係法の系列に属するもので、もともと州の立法が低レベルに向けた競争に終始する状態を是正

するためのものですね。

米国にもプリンシップルベースのものがないわけではありませんね。ニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場会社のカンパニー・マニュアルというのがあり、そこにコーポレートガバナンスに関する条項が幾つか入っています。同取引所自身もそれらの条項の特定をしています。また2010年に、よくある質問(FAQ)の形でかなり詳しいものを出しています。これは一種のルールですが、上場をやめれば守る必要はありませんね。

さらに、ビジネス・ラウンドテーブルという経済団体が、かなり以前からコーポレートガバナンス・プリンシップルというものを出しておらず、何度か修正しています。日本でも以前から、経済団体は幾つかこれに似たものをつくっていたのではないかでしょうか。金融庁が音頭をとって証券取引所にやらせたのは今回が初めてですけれども。

○北村 米国にもプリンシップルベースのコーポレートガバナンスの原則があるというのは、ご指摘のとおりだと思います。特にALIのプリンシップルズ・オブ・コーポレートガバナンスについては、大学院時代に龍田先生の授業でしっかり勉強させていただきましたので(笑)、先生がご説明されたような位置付けと理解しております。

米国と2014年までの日本にはプリンシップルベースのコーポレートガバナンス・コードがなかったかということですが、米国については龍田先生にご説明いただいたとおりです。日本でも、いろいろな経済団体や、日本取締役協会などもコーポレートガバナンスの原則や指針を策定していましたし、東京証券取引所も「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」をつくっていたわけで、コーポレートガバナンスについて、こういうふうにすべきだという原則(プリンシップル)はあったわけです。ただ、ここでの整理は、一定のルールなりプリンシップルが出されて、それについて従うか、従わないときには少なくとも理由を述べることが上場会社に義務付けられるという意味でのコードというものが存在するかどうかという点で、米国と

それ以外が区別されていると理解しています。

### 【攻めのガバナンス】

○龍田 日本のコードの売り物は「攻めのガバナンス」だといわれます。厳格に締めつけるばかりでは、効率的な経営の妨げになる。そういう意味では、中長期的な株主利益の増進を目指すというの非常に耳心地のよい、受け入れられやすい言葉です。こういうことを正面から取り上げているのは、ほかの国にはあまり見ないでしょう。

中長期的な企業利益を増進するためにどうすべきかは、それこそ各企業が創意工夫を凝らし競争してやるべきことでしょう。政府が音頭をとって手取り足取り指導することではないように思われますがね。

○北村 コメントが難しいのですけれども、まさにおっしゃるとおりで、コードを守れば日本の上場会社が全て積極的な経営判断をするようになるといった簡単なことはないと思います。ただ、日本企業のパフォーマンスが欧米に比べて悪いのではないかということが言われており、それに対する起爆剤のようなものをつくろうということで、こういうものができ上がったのではないかと思われます。「攻めのガバナンス」を打ち出したことで、日本企業がより企業家的、積極的な行動をすることが促されている、いわばスローガンを明らかにしたという点では、意味がないわけではないと思いますが、実際そのスローガンのもとでどう動くかというのは、各企業の判断です。

○龍田 最近の会社法改正の際も、同じことを言っていたのではないでしょうか。日本のROEが低い。なぜか。もっと積極的に経営者が力を発揮できるように会社法を変えるにはどうすればよいか。それで一つ入ったのが、先ほど言われたコンプライ・オア・エクスペインの条文ですね。これが経営の効率化とどうつながるかは問題ですが。

○前田 「攻めのガバナンス」という考え方自体は、恐らくは従来から「効率性の監督」という言葉で捉えてきたものとかなり近い考え方ではな

いかと思うのです。そうしますと、そういう考え方自体は、会社法の世界ではもう 10 年以上も前、特に監査役制度強化のための改正が一段落したといいますか、取締役会のほうの制度改革に力を入れ出した平成 14 年改正あたりから、日本の会社法制が目指すべき方向とされてきたのではないでしょうか。今回、「攻めのガバナンス」という言葉が強調され、何か新しい方向性を打ち出したかのようにも聞こえるのですけれども、そんなに目新しいことを言っているように思えませんでした。

○北村 本当に目新しいことがコードにたくさん並んでいるのであれば、おそらくコンプライするのは難しいはずですね。そうではなくて、平成 14 年、あるいはそれ以前から現在までの、会社経営やガバナンスはどのようにあるべきかという会社法制上の議論とか、諸外国で考えられていることを参考にしてつくられたのが今回のコードということですので、コードに定められている諸原則の多くは、特に新しいことを述べているではありません。

ただ、先ほど龍田先生がおっしゃいましたように、平成 26 年改正のときもそうだったと思いますが、日本企業は ROE が低いから、何か前に打ち出すためのスローガンが必要だということで、「攻めのガバナンス」という耳ざわりのいい言葉を出したのだと思います。ただ、「攻めのガバナンス」というのは本来コーポレートガバナンスの目的なのか。本来コーポレートガバナンスというのは、ほかの国でそうであるように、何となくブレーキを踏むためのシステムと考えているようなところがあります。その点ではやや特殊な目的が最初に明確にされているというのが日本の特徴かなと思います。

#### 【コンプライ・オア・エクスプレインについて】

○船津 再び技術的なところに戻らせていただきたいのですが、6 ページの 11 行目、「なお」というところで、プリンシブルベース・アプローチ

はコンプライ・オア・エクスプレインの手法に親和的であると言えると書いておられるのですが、この 2 つが結びついているというか、併存しているというか、並べて言われるというところが、私はどうしても理解ができないのです。

もしかすると、北村先生がどういう意味で親和的とおっしゃっておられるのかというところを私自身が理解していないのかもしれませんけれども、仮にコンプライ・オア・エクスプレインの対象となる規定についてプリンシブルベースで解釈していいよという意味であれば、おかしいような気がしていまして、それは先ほどの洲崎先生のお話とも関連するのですけれども、こうしろと決めているのがわかっているから初めてイエスかノーかで答えられる話であって、何となくそんな感じのことをしたらいいのではないかというだけの規定に対して、イエスもノーも言いにくいのではないかというふうに考えられるのですね。だから、ここでおっしゃっているプリンシブルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインの「親和的」とおっしゃっておられる関係を、どのように理解したらいいのかということについてお聞きしたいのですけれども。

○北村 プリンシブルベース・アプローチというのは大掴みな原則を定めたものだと言いましたけれども、この原則はこういう趣旨で、上場会社はこのようにすべきだという考え方を大掴みに示したものです。示されたプリンシブルはある程度多くの上場会社が守れるのではないか、少なくともその趣旨には賛同できるのではないかというものが前提にあるのが、プリンシブルベース・アプローチではないかと思っております。

しかしながら、プリンシブルベースと言っても、実際にコンプライ・オア・エクスプレインをするのは原則なり補充原則ですね。さきほど述べましたように、基本原則そのものをエクスプレインすると言われたら問題かなと思いますけれども。基本原則を抽象レベルで細分化して説明したものが原則ですが、確かに基本原則は正しいと思ってい

るけれども、それを細かく分解するところになるとなると言われたら、わが社はそう思わないと考える会社があれば、この原則について私たちは違った考えを持っていて、株主やステークホルダーの理解を求めるというのが、プリンシブルベース・アプローチのコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨ではないかと思ったわけです。だから、本来的な考え方を共有できるというのが、このアプローチの前提にあるのではないかでしょうか。

これに対して、日本の会社法 327 条の 2 がそうであるように、ルールがこうだと決めているけどそれを守れない、あるいは守るつもりのない会社が、ただ理由を述べてルールからの逸脱することを認めるのが、ルールベースのコンプライ・オア・エクスプレインかなと思います。

○船津 今の点ですけれども、ちらっと英国のコードの訳を見ただけなのですが、北村先生もたしか書かれていたと思いますけれども、基本原則についてはもうコンプライしているのだということを前提にして、細則についてはコンプライ・オア・エクスプレインだよというふうに言っているその仕組みを指して、プリンシブルベース・アプローチかつコンプライ・オア・エクスプレインということで英国に関しては理解できるのですけれども、日本のように、基本原則自体がコンプライ・オア・エクスプレインの対象になっていて、それがまたプリンシブルベースで解釈の余地があるというふうに少なくとも読めるのが、何となく気持ち悪いといいますか、基本原則については英国と同じようにコンプライだと言うべきではないのかなど、北村先生のお話を伺っていて思いました。

○北村 私も基本原則をエクスプレインするというのには見えないのではないか、基本原則はコンプライされるのだろうと考えています。実際の例もそうです。たとえば札幌証券取引所の上場会社は、基本原則だけがコンプライ・オア・エクスプレインの対象になっていますが、そういう証券取引所のコーポレート・ガバナンス報告書を見ま

したけれども、私が見た限り全て遵守しています。○加藤 私も先ほどの船津先生のご質問と似たような疑問を持っています。つまり、まず前提として、コーポレートガバナンス・コード自体がプリンシブルベースの規定だとかルールベースの規定だと言うことにはあまり意味がないと思います。なぜかというと、両者がまざっていると思うからです。例えば、独立取締役を 2 名以上入れたほうが望ましいというのは明らかにルールベースの規定です。ですから、コーポレートガバナンス・コード全体がどうかというよりも、個々の規定の意義に着目したほうがいいと思います。

個々の規定に着目していくと、会社がどのような情報開示をすることが望ましいかという問題が浮かび上がってくると思います。例えば、ある会社のコーポレート・ガバナンス報告書では、コーポレートガバナンス・コードの各原則を全て実施していますと書いてあります。このことは、確かにプリンシブルを定めている規定についても遵守しているということを意味するのですが、投資家にとってそのような情報の開示がどの程度重要なのでしょうか。プリンシブルを定めている規定について重要なのは、会社が、そのプリンシブルをどうやって具体的な形でコーポレートガバナンスの仕組みに反映させていくかということだと思います。そうすると、プリンシブルを定めている規定とコンプライ・オア・エクスプレインという規制の方法が本当に親和的なのか考えていく必要があると思います。

○北村 船津先生にお答えしたのと多分共通だと思うのですが、エクスプレインをするのは基本的な考え方についてではなくて、それに基づく個々の原則に結局はなるのではないかということですね。プリンシブルベース・アプローチについてコンプライ・オア・エクスプレインが親和的というよりも、むしろルールのほうが、もし逸脱するのならばどういう理由で逸脱するのかが株主にとって重要だというお考えはまさにそのとおりだと思います。ただ、日本のコーポレートガバナン

ス・コードは、最初からルールベースにするのではなくて、プリンシップである基本原則を示して、それに基づくルール的なものが原則と補充原則に2段階に細かく分かれています。原則は守っているけれども、さらに原則は守っているけれども、その下の補充原則は守らないというはどういう考え方によるのかということを投資家に説明する、つまり、英国のように基本原則の遵守をもとに個々の原則のエクスプレインを見ていくという構造に、日本のコードはなっているのだろうと思います。

このように、最初からルールを並べてその遵守状況を見るのではなくて、こういう考え方に基づいて基本原則は遵守しているけれども、原則あるいは補充原則は遵守していない。それはなぜかが明らかになることが株主等にとって有益だという考え方で、日本のコードはでき上がっているのではないかと思うわけです。そのことを、プリンシップベース・アプローチがコンプライ・オア・エクスプレインに親和的と言うと、やや言葉が足りないかなと、今のお二人のご意見をお聞きして感じました。

○加藤 そうすると、あまり具体的なルールを定めていないような規定について、会社がコンプライしていますという情報は一体どういった意味があるのでしょう。

○北村 まさにそうですね。東京証券取引所も本則市場以外の市場における上場会社では、基本原則をコンプライしていますということだけが、コーポレート・ガバナンス報告書に書かれているわけですね。だから、あまり意味がないということかもしれません。

ただ、英国でも、ロンドン証券取引所のプレミアム市場の上場会社だけがコーポレートガバナンス・コードについてコンプライ・オア・エクスプレインをしなければならないわけで、スタンダード市場の上場会社にはコードそのものが適用されません。つまり、英国でも、主要な上場会社についてだけ、コードについてのコンプライ・オア・

エクスプレインが定められているわけです。

そう考えると、日本で、本則市場でない市場の上場会社についてのコードの適用は、基本原則の考え方を持っていますということを確認するぐらいの意味しかないのかなと思います。

#### 【遵守率の高さ】

○川口 ご報告では、エクスプレインを避けたいのが上場会社の本音と言われていました。それは一体どういう意味なのでしょうか。すなわち、出る釣は打たれるということで、自分だけ突出してしまうと、後で批判されることを恐れるのでしょうか。独立社外取締役を2名以上要求する取引所の規則では、会社法の規定と違い、置くことが相当でない理由をエクスプレインするのではないわけです。したがって、置かない理由はいくらでも考えられるはずです。それをエクスプレインしたくないというのは、何か、日本的な感じはするのですが。

○北村 これは日本だけではなく英国でもおなじような傾向にあります。英国で一番不遵守の割合が高い各則でも 9.8%が不遵守ということですので、かなり遵守率は高いといえます。FTSE350の主要な上場会社についての統計ですけれども、完全遵守をしている会社が 61.2%であるということで、かなりの会社はエクスプレインをしていません。それが投資家に評価されるだろうし、そもそもエクスプレインを考えるのも面倒である、そのようなことに力を使いたくないというのが本音かなというふうには思っております。

特に、エクスプレインをするときには定型的な説明はすべきではないということが強調されます。私たちがいろいろなところで講演するとき、例えば社外取締役を置くことが相当でない理由とはどのようなものですかと聞かれますけれども、それに答えると、何となくひな形になるわけですね。ひな形がダメということになると、各会社で独自に考えなければなりません。そういうことに力を使うよりは、とりあえず形式的に、とにかく

遵守したという形を整えたほうがいいと思う上場会社が多いのではないかでしょうか。

その関係で注目したのが、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社になる理由です。「商事法務」の株主総会白書に書かれていることですけれども、監査等委員会設置会社になるメリットは何かというと、社外監査役を監査等委員にすることで、新たに社外役員を招聘せずに2人の社外取締役を選任できるということ。これが回答の61.6%ということです。このような動機で監査等委員会設置会社になるのはいかがかと思いますが、こういう傾向が上場会社に見られるということですね。

○川口 ドイツで不遵守率が高いというのは、何か理由があるのでしょうか。制裁がない、あるいは緩いのでしょうか。

○北村 これはよくわからないのですが、ドイツでは、コードの勧告や提案を積極的に上場会社に守らせるということではなくて、独特の機関設計をとっているので、ドイツの上場会社のガバナンスの信頼性を高めようすることにコード策定の主眼が置かれているようです。とはいっても、コードの勧告の遵守率の平均が79.8%ですから、それほど低いわけでもないですね。ただ、英国と比べると低い。英国で最も不遵守率が高い各則でも9.8%ですから、その各則でも90%以上は遵守しているのですね。一方、ドイツでは個々の勧告の遵守率の平均が79.8%で、8割弱です。

○洲崎 8割しか守っていないということは、一つの項目について5社に1社は守っていないということですか。

○北村 平均だからそういうことです。

○洲崎 そういう意味では、やはり不遵守率はかなり高い。

○龍田 英国はまた特殊ですね。自主規制が非常に重く受け入れられていて、会社法やそれに基づく規則で定めていなくても、それを守らなければならぬというのがシティの紳士の心構えで、これを逸脱すると、シティで仕事がしづらく

なる、そういう雰囲気が随分と強いのではないですか。何か最近はそうでもない、米国あたりからゴーゴーボーイのようなものがかなり入ってきたというような不満も聞きますが。大体どのルールで決めてあろうが、キャドベリー委員会報告であろうが、何々委員会の報告であろうが、上場規則であろうが、あるいはテイクオーバーに関するルールであろうが、それらはまさに自主規制ですね。それでも、法令と同じように受け入れられていますから、これは米国とまさに逆ですね。

米国で私が最初にカリフォルニアの会社法を習ったときに、カリフォルニアの会社法はどうしてこれほど厳しいのだろうと感じました。向こうはゴールドラッシュで世界各国からならず者がたくさんやってきては商売をしていた、だから厳しくして抑えないことには成り立っていないのだということでしたね。ですから、あれは米国の州の会社法の中でも一番厳しいほうではないですか。

○北村 おっしゃるとおり、英国では、シティの自主規制から始まっていまして、規制機関と言われたFSAなども、純粋な政府機関ではなくて、保証有限責任会社の形をとっていました。FRCもそうですね。ただ、長年、多くの参加者がその機関の規制に従ってきたということは、規制に相当の合理性があるということだと思います。例えば先生がおっしゃいましたテイクオーバーに関するルールについても、英国の自主規制が合理的だから、それがEUのテイクオーバーに関するルールの基本になりました。そういう伝統の下で、シティにおいて村八分にならないようにするというのが実質的な強制力を持っていたということができます。

先ほど述べました、英国で最も遵守率が悪い、9.8%が守っていない各則というのは、取締役会の過半数が独立社外取締役である非業務執行取締役であるというものです(B1.2)。ただ、これには但書があって、比較的小規模な上場会社は少なくとも2名の独立社外取締役がいればいいということになっています。もしかすると、独立社外取

締役を2名以上必要とする日本のコードの原則4－8は、英國の比較的小規模な上場会社についての各則を参考にしたのかもしれません。

#### 【コードが会社法の解釈に及ぼす影響】

○山下 こういうコードができて、これは最初のほうに法規範を設定するものではないというふうな説明があるのですけれども、基本原則から、さらには原則というものを見ていくと、先ほどの議論にもあったように非常に抽象的で、プリンシップと言うらしいものとかなりルールめいた原則などもあります。また一方では、会社の中における不適正な行為に対する監督をしっかりしなければならないという面もあり、他方では、先ほどの

「攻めのガバナンス」ということで、取締役会であまり細々したことまで審議するなというような趣旨のこともあるようなのですが、こういうコードができたことによって、会社法の解釈といいますか、例えば取締役の義務や責任、このあたりに今後どういう影響があるのか。これはもうそういうものとは全く別の世界のコードをつくっただけなのか、直接すぐにということはないのかもしれませんけれども、何かじわじわと法律解釈に影響が及んでいくことがあるのか、そのあたりのところはいかがなものなのでしょうか。

○北村 非常に難しい問題だと思います。例えば、会社法上、重要な業務執行は取締役会が決定しなければなりませんが、重要な業務執行かどうかはっきりしない事項については、できるだけ取締役会で決定しようというように、法的安定性を重視する解釈がこれまでとられてきたように思います。けれども、コーポレートガバナンス・コードにより、どのような方針に基づいて取締役会が業務執行者に決定を委任するかを決めて開示せよというような規範が作られることによって、ある程度合理的な説明がつけば、業務執行事項を広く業務執行者に委任して構わないというような実務が徐々に形成されるのではないか、ということを考えられるところではあります。

コードでは、取締役会は経営についての基本方針を決定して、できるだけ具体的な戦略は業務執行者に委ねて、取締役会はそれを支援する、と定められておりますので、その方向に実務は動くのかもしれません。ただ、支援するとしても、やはり個々の取締役が監視しながら、支援すべきでないものは支援してはいけないわけですから、結局、現在の会社法の解釈が大きく変わるものではないと思いますが、実務の状況は少し変わっていくのかな、という感想を持ちます。

○山下 ありがとうございました。

○洲崎 今のお話に関連して一番気になるのは、「攻めのガバナンス」というものがこのコードのどの部分から出てくるのか、という点です。

原則4－2では、「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと」が取締役会の主要な役割・責務の1つであるとされ、加えて、「経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ」とありますから、リスキーな経営判断でも歓迎すべきということのようです。さらには、「承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである」とも言っています。経営陣幹部とは業務執行取締役を想定しているのかなと思いますが、彼らがリスキーな提案をしてきたときでも、社外取締役等はあまりブレーキをかけなさんというようなことを言っているのかなという気もします。そして、ブレーキをかけなかったことについて、後の株主代表訴訟で責任を追及された場合でも、社外取締役はコードでこのようなことを推奨しているから、私はそれに従ってブレーキをかけなかったのですという主張ができるように、ということも考えられているのかもしれません。「攻めのガバナンス」として考えられているところの実際は、私が今推測したようなところでしょうか。

○北村 洲崎先生がおっしゃった原則4－2の前段で、取締役会が経営陣の提案を歓迎するとか、支援するとか、そういうことが述べられているわけですね。コードの4章の「取締役会等の責務」

の趣旨が、基本原則4の考え方の中に載っておりまして、そこでは、監督の質の高さと意思決定過程の合理性を担保することによって、経営判断の結果として会社に損害が生じた場合に、経営陣・取締役の責任が回避され、そのことが迅速・果斷な意思決定を促すとされています。

これを見ると、洲崎先生がおっしゃったように、コードのとおりやっていたら責任が回避されるということになりそうですが、責任が回避されるから経営が積極・果敢になるというのは、何か順序が逆のような気がします。意思決定過程が合理的であって、取締役会もきちんとそれを監督しているから、迅速・果斷な意思決定を行っても、結果として責任が回避されるようになるのではないでしょうか。ですから、この部分はよくわからない書き方であって、このとおりなら、今までの日本の経営者は責任が回避されないから積極・果敢でなかつたということになりそうで、やや違和感があります。

○龍田 比較的これが歓迎されたのは、先ほど洲崎先生がおっしゃった、そういう解釈に向かうのではなかろうか、向かってくれるのではなかろうかという期待があるのではないかでしょうか。訴訟になっても、裁判官がそういう方向で解釈してくれたらありがたい、そうなる一つのよすがになってほしいという期待がどうも感じられるのですけれども、もし本当にそうであるのならば、私はこれは困ったことだと思いますね。

○船津 今の点に関してですが、例えば、原則4-2をコンプライしたことによってリスクをとりましたという抗弁をしたときに、裁判官として、いや、これは逸脱も許されるのだからリスクをとるのは当然ではない、という話になるのか、それとも、このコード自体はやはり社会規範としてその方向を目指すものである以上、特別な事情がある場合にだけ逸脱が許されるのだというふうに考えるかによって、法的評価は変わるのかなという気がしたのですが、そのあたりについて、このコード 자체がそういう規範を形成するような、リス

クをとることに対して背中を押すようなものなのか、やはりコンプライ・オア・エクスプレインなのだから、価値中立的であって、そのあたりは影響しない、あるいはさせるべきでないとお考えなのか、いかがでしょうか。

○北村 まず、コード自体が裁判規範になることは多分想定していないと思います。そして、コードが価値中立的かというと、多分中立的でなくて、コンプライのほうをやはり推奨していると思います。プリンシップベースの下で、基本原則は守れるという前提で、原則と補充原則についてはどうかというと、守っている場合はエクスプレインしなくてもよくて逸脱するときだけエクスプレインをするということであり、これはやはり中立的ではないでしょう。

だから、船津先生がおっしゃったように、エクスプレインすることができるのだから、これを守ったことは抗弁にならないとか、そういうことは多分想定されていないのだと思います。

○船津 私自身が想定していたのは、これが直接裁判規範になるという意味ではなくて、任務懈怠などの解釈の中で、その行為の当時においてほかの経営者ならばどういうことをするかという基準に立った場合に、ほかの人も原則4-2でリスクをとっていたのだからという話で抗弁が出てくるのかなと、がちがちに考えればそのようになるのかなということをちょっと想定してみました。

○北村 もしかしたら、将来の裁判において、被告側弁護士がそういうことを述べる可能性は否定できないと思います。

### 【ステークホルダー重視の意味】

○飯田 コードの特徴の一つとして、ステークホルダー重視ということをご指摘いただいたと思うのですけれども、北村先生のお考えでは、このステークホルダー重視という基本原則あるいは補助原則について、どのような評価をされているかということを伺いたいと思います。

と申しますのも、例えばこれはOECDコーポレー

トガバナンス原則の概要を参考にしているということですけれども、地域社会がステークホルダーに入っているかどうかという違いもあるのですが、そのほかにOECDのものであれば、ステークホルダーがコーポレートガバナンスのメカニズムに参加していくときの制度を整備すべきだというような内容があるように思います。けれども、そういうものは今回の日本のコーポレートガバナンス・コードには逆に入っていないように思えます。ステークホルダー重視というときの重視の意味とは何かということですが、日本のコードは本当にこれを重視しているのかというのがよくわからないところでありまして、北村先生の評価を教えていただければと思います。

○北村　　ステークホルダー重視というのは、5つしかない章、5つしかない基本原則の中、わざわざ1つの章、1つの基本原則で、ステークホルダーを挙げて、それとの協働を上場会社は考慮すべきだとしていることをいいます。もっともコードは裁判規範ではないので、ステークホルダーとの協働を考慮しなければ善管注意義務違反だとか、考慮したら善管注意義務違反にならないとか、そういう問題ではなく、「攻めのガバナンス」のために何をすべきかと文脈において、一つの章を使ってステークホルダーとの協働を述べているということが、重視という意味ですね。

OECDコーポレートガバナンス原則におけるステークホルダーに関する章では、従業員や他の利害関係者がコーポレートガバナンスの過程に参加するというようなことが述べられています。従業員の参加はわかりやすいですけれども、ほかのステークホルダーがどうやって参加していくのか、ちょっとわからないところがあります。

日本のコードでは、ステークホルダーの側が経営に参加するというよりは、企業のほうがステークホルダーの利害関係を考慮せよということになっています。これは制度の問題というよりは、上場会社ないしは業務執行者的心構えという形で述べられていると考えております。

○飯田　　ありがとうございました。

○前田　　それでは、今月の研究会はこれで閉会とさせていただきます。北村先生、どうもありがとうございました。