

「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

I はじめに

本報告では、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う。

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する。

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、平成 26 年 6 月に閣議決定された『日本再興戦略』改訂 2014 を受けたものである。2014 年の「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る。

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」との改訂戦略が明らかにされる（第一総論Ⅱ 1（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る（第一Ⅳ 1（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、平成 27 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た（第二 3つのアクションプラン ー 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、平成 27 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～」が公表された。有識者会議の最終成果であるのに「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ある。

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、平成 27 年 6 月 1 日から施行された。他の取引所でも同じように施行されるに至った。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、後述する。

なお、それまで日本に、コーポレートガバナンスに関して法令以外にある程度統一的な規範がなかったわけではない。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」をとりまとめた。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られた（平成27年5月改正前東証有価証券上場規程445条の3）。「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、OECD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たが、5項目の基本原則とそれぞれについての留意点が箇条書きになっているのみで、上場規程上もそれを尊重することだけが定められるなど、内容および実施方法について不十分であった。

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る。ただし、その手法は、アメリカとそれ以外の国では大きく異なっている。

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、アメリカが最初であり、とくにアメリカ法律協会（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、世界各国の議論に大きな影響を及ぼした。

アメリカにおけるコーポレートガバナンス規範への取組は、コードという形ではなく、証券取引所法等の改革（2002年のサーベンス＝オクスレー法、2010年制定のドッド＝フランク法など）、SEC規則、および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る。たとえば、独立取締役の割合を含む取締役会の構成、監査委員会・指名委員会・報酬委員会等の設置と構成などは、ルール通り上場会社に義務付けられる。

一方、ヨーロッパ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、後述のプリンシプルベースでコンプライ・オア・エクスプレインの手法での規律を行っている。

コーポレートガバナンス・コードの先駆者の一つとなるのはイギリスである（世界初というわけではない。香港（1989年）が最初ということである（神作14頁））。イギリスでは、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報告書および1998年のハンペル報告書に含まれる規範・原則を統合した「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た。2010年に、財務報告評議会（Financial Reporting Council）が、「統合規程」を再編成し、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）」として取りまとめた。その際、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）として分離された。英国コーポレート・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ないが、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（comply or explain）を、年次財務報告書（annual financial report）に記載しなければならない（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 (Deutscher 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た(株式法 161 条 1 項)。遵守状況の開示は、ドイツ・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ある。

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法律(商法)で要請されている。

これ以外のヨーロッパ主要国のほか、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、プリンシプルベース・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おり、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、アメリカと日本だけといわれた。

日本は、平成 26 年 2 月にスチュワードシップ・コードを策定し、平成 27 年 6 月にコーポレートガバナンス・コードを施行したことから、両方のコードを持つ国という意味でイギリス並みのコード先進国になった。

アメリカにコーポレートガバナンス・コードがない理由として、沿革的、制度的事情が考えられる。たとえば、アメリカでは会社法の管轄が州にあるため、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が困難であること、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、規律する範囲が広いために様々なルール(法令、取引所規則等)による分権的規制が採用されたこと(神作 16 頁)、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意見発信を盛んに行っているという事情(武井 7 頁)などが挙げられている。

もちろん、アメリカ以外の国々にも、ルールベースのコーポレートガバナンス規制は存在する。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・開示などのガバナンスに関する事項の枠組みは、会社法・金融商品取引法、取引所規則等によってルールベースで規律されている。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対処するというのが、国際的には主流になっている。

このほか、経済協力開発機構(OECD)は、1999年にコーポレートガバナンス原則を策定した。この原則は、1998年4月のOECD閣僚理事会において、各国政府その他の関連の国際機関およ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た。OECDコーポレートガバナンス原則は、OECD加盟国・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およ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ある（2004年版OECD原則前文）。OECDコーポレートガバナンス原則は、2004年と2015年9月に改訂された（2015年版の見出しはG20/OECD Principles of Corporate Governance）。上述の「日本再興戦略」でも述べられている通り、日本のコーポレートガバナンス・コードはOECDのコーポレートガバナンス・原則（2004年改訂版）を参考にして策定された（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

コーポレートガバナンス・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と定義する（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る（序文7項）。

イギリスのコーポレートガバナンス・コードの前文(Governance and the Code)によれば、「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」と定義されている。これは、キャドベリー委員会報告以来の定義である。そして、会社のガバナンスは取締役会が責任を負うから、コーポレートガバナンスとは、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、とされる。そのうえで、コードの目的を「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）、「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、規制および最善慣行基準の枠組みの一部をなす」（序文(Preface)）とする。

OECDコーポレートガバナンス原則前文は、コーポレートガバナンスを、「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、株主およ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」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」という。

このように、イギリスやOECDと比べると、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」ること、「迅速・果断な意思決定」を行うことを定義に加え、その目的を「攻めのガバナンス」の実現を目指すものと位置づけている点で特徴的である。「攻めのガバナンス（growth-oriented governance）」をこ

とさら強調することについて、以下のような分析がある。英米を中心に、コーポレートガバナンス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もっていくことが目論まれている（油布 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が、ベクトルが逆方向にあるということである。

もちろん、コーポレートガバナンスには、「守りのガバナンス」的要素も重要であり、日本においても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らない。コーポレートガバナンス・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ことに主眼を置いている。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の株主であるからである（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ない。ドイツの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・監督が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る。このように、ドイツの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つたことから、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、コードの遵守率がイギリスよりも低く（イギリス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る（神作 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 プリンシプルベース・アプローチ

コーポレートガバナンス・コードは、プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）の規律が採用されている。プリンシプルベース・アプローチの意義について、コード原案には、「一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）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。」と述べられている（原案序文 10 項）。

OECD のコーポレートガバナンス原則では、2004 年版前文（OECD Principles Corporate Governance）においてプリンシプルベース・アプローチ（principles-based approach）

がとられることが明らかにされている。イギリスのコーポレートガバナンス・コードも、コードの原則等はプリンシプルであり、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る（序文 5 項、comply or Explain⁶）。

プリンシプルベース・アプローチの対となるのはルールベース・アプローチ（細則主義）である。法令等はルールベース・アプローチを採っており、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、予見可能性が確保されている反面、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もなる。これに対し、プリンシプルベース・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ている。

なお、プリンシプルベース・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いえるが、ルールベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインが相いれないわけではないのだろう。会社法 327 条の 2 はルールベース・アプローチといえるが、「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明して「社外取締役を置かない」という選択を可能にする。

コーポレートガバナンス・コードの諸原則およびそこで使用されている用語については、プリンシプルベース・アプローチの下、厳格な定義を置かず、解釈の幅を広げているものが含まれている。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ない。コード原案序文にあるように、原則・用語の解釈にあたっては、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る。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。

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必要がある。ある会社の解釈が他の会社の解釈と少し異なることは、プリンシプルベース・アプローチの手法からすると、想定内のことではある。

用語を原則の趣旨に遡って解釈することについて、いくつかの例をもとに検討する。

コーポレートガバナンス・コードには「株主」という用語が頻出する。スチュワードシップ・コードに言及するコーポレートガバナンス・コード原案序文 8 項では、株主は機関投資家を意味するような表記がされている（株主（機関投資家））が、それを除いて、株主という文言のみから機関投資家を連想させる表現はされていない。これは、株主は機関投資家に限られないことを意識したためであろう。

もっとも、コードの原則の趣旨から、その文脈において「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。たとえば、補充原則 5－1 ①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、とされているが、経営陣幹部や取締役が物理的に面談できる株主の範囲は、保有株式数、保有期間、保有目的等から限定されると考えられる。

基本原則 1 や補充原則 1－1 ③にある（原則 4－7 でもステークホルダーの例示としてあらわれる）「少数株主」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る。株主としての特別な権利としては、違法行為差止めや代表訴訟提起といった単独株主権が例示されている（補充原則 1－1 ③）ことから、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、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を行使しうる者を意味すると理解される（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なく、各社が原則の趣旨に遡って解釈する必要がある。

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・コードの実施にあたっては、「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）の手法が採用される。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る。

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・コードに含まれるすべての原則がすべての上場会社に適合するわけではないことを前提とする。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に工夫することが期待されており、ひな形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する。

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ない（コード原案序文 12 項）。このことからすると、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（2015 年 11 月 20 日）が、「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」としているのは、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 を実施しないことのエクスプレインを無視して機械的に処理しているものとして、批判されるべきである。

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共通する。ただ、子細にみると、国によってコードの規範性の強弱には違いがある。

イギリス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)、補助原則 (Supporting Principle) と各則 (Code Provisions) に分かれている。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に記載する (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 (comply or explain 2・3)。

ドイツの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) に分かれており、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、説明をせずに逸脱が認められる。株式会社 161 条によって遵守しかたどうか、遵守しない理由等について説明が求められるのは勧告についてである。

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イギリスやドイツのような区分はなく、上場会社はコードに含まれるすべての原則について、遵守するか、不遵守の理由を説明する (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、原則および補充原則に分かれる。「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」を補うものである。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る。

証券取引所の上場規程は、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る。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かは、取引所あるいは上場会社によって異なる。東京証券取引所の市場第一部および第二部 (本則市場) の上場会社については、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) すべて合計 73 原則が、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる。マザーズとジャスダック上場会社は、基本原則 (5 原則) のみが対象となる。札幌・福岡各証券取引所の上場会社もコンプライ・オア・エクスプレインの対象となるのは基本原則のみである。名古屋証券取引所では、本則市場の上場会社は基本原則・原則・補充原則すべてが、それ以外の上場会社 (セントレックス) は基本原則のみが、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる。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ことは可能であるが、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合理的説明を行うことは実際問題として困難ではないだろうか。

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する。

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る（東証有価証券上場規程 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）の対象とならない。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、その義務は企業行動規範のうち「遵守すべき事項」に該当する（東証有価証券上場規程 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る。なお、この上場規程等の改正（2015 年 5 月 13 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、定時株主総会のあと遅滞なく提出することになっているが、コードの諸原則についてのコンプライ・オア・エクスプレインの記載を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 か月以内である（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ものであるが、すべての原則を実施している場合には、すべて実施しているとの記載をする（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、「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」および「第 5 章 株主との対話」の 5 つの章からなり、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る。

コーポレートガバナンス・コードの構成については、各国で特徴がみられる。

イギリス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る。イギリスのコードは、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る。たとえば、「取締役会の有効性」はすでにキャドベリー委員会報告の見出しにあらわれており、「報酬」はグリーンブリー委員会報告のテーマであり、「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章のテーマとして挙げられている。

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

フランスのコーポレートガバナンス・コードは、25 の大項目からなるが、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ない。

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た OECD コーポレートガバナンス原則（2004 年版）の章立ては、総論的な第 1 章を除くと、「第 2 章 株主の権利および主要な持分機能（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 開示および透明性」、「第 6 章 取締役会の責任」である。

OECD 原則の第 2 章と第 3 章は、日本のコードの第 1 章に近い内容である。OECD 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 章に相当する。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」とする原則 4－8 は、OECD 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）となっている。

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 原則にはない。日本では、スチュワードシップ・コード（正式名称は『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長を促すために）が先に策定され、両方のコードが車の両輪として機能することを踏まえ、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明確にしたのである。同じくスチュワードシップ・コードを有するイギリス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」が定められている。

OECD コーポレートガバナンス原則の 2015 年版は、新たに「第 3 章 機関投資家、資本市場およびその他の仲介業者（intermediaries）」という章を設けた（2004 年版の第 2 章と第 3 章を第 2 章「株主の権利および平等取扱いならびに主要な持分機能」に統合した）。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おり（ⅢA・B）、その原則の解説では、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ない、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る。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いえるが、新しい第 3 章を設ける趣旨は、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ことである。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）の間に介在する様々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、格付け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（ⅢD）ところが注目される。

Ⅵ コーポレートガバナンス・コードの特徴

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る。

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きており、規制緩和が主流の会社法制の中で、ガバナンス関係の規制改正は、監督監視体制の規制強化の歴史を辿ってきた。

これに対し、コーポレートガバナンス・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る。具体的な諸原則を見ると、「上場会社の取締役会は、・・・会社の持続的成長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、そ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る。

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なく、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る。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（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るが、一般的には、取締役会は経営の基本方針の決定、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だろう（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）、「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であり」（原則4－1。開示につき原則3－1（i））、「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 4-1 ①)、「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))とし、取締役会の責務は、経営方針・計画の策定、業績評価、経営陣幹部の人事であることを明らかにしている。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が、「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)とするのは、事実上、3 分の 1 以上の独立社外取締役の選任を推奨していると理解される(森本 9 頁)。

わが国において、指名委員会等設置会社は、モニタリング・モデルに基づくものと理解されている。もっとも、コーポレートガバナンス・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遷するものではなく、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」とされており、コード自体がモニタリング・モデルを強く推奨しているわけではない。

なお、コードでは、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いくつかの原則が置かれているが、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用の読替えを行った上で適用を行うことが想定されている(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る。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 章の諸原則の基本である。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、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会が例示されている。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が、OECD 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で特徴的である。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・活動の基盤となるからである。

具体的には、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ような内部通報に係る体制整備(原則 2-5)が定められている。

このほか、独立社外取締役の役割の一つとして、ステークホルダーの意見を適切に取締

役会に反映させることが挙げられている（原則４－７（iv））。ただし、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ない（原則４－７の示す独立社外取締役の４つの役割・責務のうちの最後に挙げられている）。

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」である。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のは、OECD 原則やヨーロッパのコーポレートガバナンス・コードと比べても、株主重視ないし株主主権の偏重のように見えなくもない。

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環境整備、株主の実質的平等の確保、少数株主・外国人株主の権利行使への配慮は、会社として当然のことを定めているといえるのであって、日本のコーポレートガバナンス・コードがとくに株主重視の立場をとっているわけではない。「株主の権利・平等性の確保」が第１章にあるのは、OECD 原則の構成をもとにしているため、第５章に「株主との対話」があるのは、スチュワードシップ・コードとの関係に留意したためと理解できる。

基本原則１は上述のように当然の考え方を定めたものであるが、第１章の諸原則には、興味深いものが含まれている。

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可否について検討を行うべきである」とする。これは、イギリスのコーポレートガバナンス・コードの E.2.2 にある「反対投票がかなりの割合に及んだこと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」との各則を参考にしたものである（由布ほか解説Ⅰ 52 頁）。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ったが（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、原因分析と対話の可否の検討を求めるものである。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あるが、「相当数の反対票」の基準や分析の時期、株主との対話の可否とその方法の検討が求められることになろう。

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検討し、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。」と定める。この補充原則について、コーポレートガバナンス・コード原案の背景説明には、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挙げられている。基準日と株主総会開催日の間隔があいてしまうと、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を行使するという事態が生じる。つまり、その会社の株主ではなく利害関係を持たない

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ことになる（いわゆるエンプロティ・ボーディングの問題）。

『日本再興戦略』改訂 2015——未来への投資・生産性革命」においても、「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。」とされている。

補充原則 1－2 ⑤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。」とする。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ある。

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ができないから、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る。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定めがあるとき、実質株主に代理人資格があるかどうかの問題になる。この点については見解が分かれているところ、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の証明をどのように行いかや、名義株主自身の議決権行使（あるいは他の実質株主の議決権行使）との関係をどのように処理するかといった困難な課題が存在する。

これらの問題について、全国株懇連合会が平成 27 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るが、いくつかの考え方を併記した部分も多く、まだ解釈が煮詰まっていない。

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（平成 27 年 5 月 1 日）後最初に開催される定時株主総会の日から 6 か月であるから、6 月に定時株主総会を開催した上場会社の報告書は出そろっているはずである。これら全体についての分析は今後行われると思われるが、現時点で、平成 27 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る（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」別冊商事法務 400 号など）。それによると、東証の本則市場上場会社約 70 社のうち、コードのすべての原則をコンプライしている会社の割合が約 60%である。コードの原則のうち、エクスプレイン（実施しない）が多かったものは、補充原則 1－2 ③（上述）、原則 4－8（上述）、補充原則 4－11③である。ちなみに、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、分析評価が間に合わないものが多かったのであろうと推測される（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、補充原則4-1③はエクспレインである)。

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、東証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年が21.5%であったのが、2015年には48.4%に急増した(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)。

このことに関して、平成26年会社法改正で創設された監査等委員会設置会社へ移行する上場会社が改正法施行初年度に200社に上った理由の一つとして、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挙げられており(「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には、「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へいすることなく、複数の社外取締役確保が可能になる」というものが61.6%であった)、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会社が少なからずあるようである。

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あるが、実際にはできるだけエクспレインを避けたいというのが上場会社の本音のようである。参考までに、イギリスの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%ということである(神作21頁)。

参考文献(本文中に引用略語のあるもの)

- ・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4頁
- ・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13頁
- ・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4頁
- ・由布ほか「コーポレートガバナンス・コード原案の解説Ⅰ」商事法務2062号47頁
- ・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4頁

※イギリス・ドイツ・フランスのコーポレートガバナンス・コードおよびOECDコーポレートガバナンス原則等(英語版・日本語訳)については、金融庁・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第1～4回資料参照

<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/>

コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方

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～

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

平成 27 年 3 月 5 日

「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」

平成27年3月5日現在

座長	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
メンバー	内田 章	東レ(株)常務取締役
	太田 順司	公益社団法人 日本監査役協会最高顧問
	大場 昭義	東京海上アセットマネジメント(株)代表取締役社長
	小口 俊朗	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役
	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	スコット キャロン	日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク理事
	武井 一浩	弁護士（西村あさひ法律事務所）
	富山 和彦	(株)経営共創基盤代表取締役ＣＥＯ
	中村 美華	(株)セブン&アイ・ホールディングス法務部法務シニアオフィサー
	堀江 貞之	(株)野村総合研究所上席研究員
	松井 忠三	(株)良品計画代表取締役会長
	森 公高	日本公認会計士協会会長
アドバイザー (国際機関)	マッツ イサクソン	Head, Corporate Affairs Division, OECD
幹事	坂本 三郎	法務省大臣官房参事官
	中原 裕彦	経済産業省経済産業政策局産業組織課長

（敬称略・五十音順）

事務局 金融庁、(株)東京証券取引所

コーポレートガバナンス・コードについて

本コード（原案）において、「コーポレートガバナンス」とは、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意味する。

本コード（原案）は、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取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

経緯及び背景

1. 我が国におけるコーポレートガバナンスを巡る取組みは、近年、大きく加速している。
2. 平成 25 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略」においては、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）について検討し、取りまとめる」との施策が盛り込まれた。これを受けて、平成 25 年 8 月、金融庁に設置された「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」において検討が開始され、平成 26 年 2 月に『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》」（以下、序文において「スチュワードシップ・コード」という。）が策定・公表され、実施に移されている。
また、法務省法制審議会は、平成 24 年 9 月に「会社法制の見直しに関する要綱」を採択したが、その後、社外取締役を選任しない場合における説明義務に関する規定なども盛り込んだ上で、会社法改正案が国会に提出され、平成 26 年 6 月に可決・成立している。
3. 更に、上記の「日本再興戦略」においては、「国内の証券取引所に対し、上場基準における社外取締役の位置付けや、収益性や経営面での評価が高い銘柄のインデックスの設定など、コーポレートガバナンスの強化につながる取組を働きかける」との施策も盛り込まれていたが、これを受けて、日本取引所グループにおいて「資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、『投資者にとって投資魅力の高い会社』で構成される新しい株価指数」である「JPX 日経インデックス 400」が設定され、平成 26 年 1 月 6 日より算出が開始されている。
4. こうした中、平成 26 年 6 月に閣議決定された『日本再興戦略』改訂 2014』において、「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おいて、秋頃まで

を目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する」との施策が盛り込まれた。これを受けて、平成 26 年 8 月、金融庁・東京証券取引所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、「本有識者会議」という。）が設置された。本有識者会議は、8 月から計 9 回にわたり議論を重ね、今般、コーポレートガバナンス・コードの策定に関する基本的な考え方を「コーポレートガバナンス・コード（原案）」（以下、「本コード（原案）」という。）の形で取りまとめた。なお、『日本再興戦略』改訂 2014』において、コードの策定に当たっては「OECD コーポレート・ガバナンス原則」を踏まえるものとする」と明記されたことを受けて、本有識者会議は同原則の内容に沿って議論を行ってきており、本コード（原案）の内容は同原則の趣旨を踏まえたものとなっている。また、本コード（原案）の取りまとめに当たっては、和英両文によるパブリック・コメントを実施し、和文については 80 の個人・団体から、英文については 41 の個人・団体から充実した意見が寄せられた。本有識者会議は、これらの意見についても議論を行い、本コード（原案）の取りまとめに反映させていただいた。

5. 今後、東京証券取引所において、『日本再興戦略』改訂 2014』を踏まえ、関連する上場規則等の改正を行うとともに、本コード（原案）をその内容とする「コーポレートガバナンス・コード」を制定することが期待される。

本コード（原案）の目的

6. 本コード（原案）は、『日本再興戦略』改訂 2014』に基づき、我が国の成長戦略の一環として策定されるものである。冒頭に掲げたように、本コード（原案）において、「コーポレートガバナンス」とは、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・果斷な意思決定を行うための仕組みを意味しており、こうした認識の下、本コード（原案）には、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盛り込んでいる。
7. 会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コード（原案）は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め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・果斷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」の実現を目指すものである。本コード（原案）では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、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ことに主眼を置いている。

本コード（原案）には、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、一定の規律を求める記載が含まれているが、これらを会社の事業活動に対する制約と捉えることは適切ではない。むしろ、仮に、会社においてガバナンスに関する機能が十分に働かないような状況が生じれば、経営の意思決定過程の合理性が確保されなくなり、経営陣が、結果責任を問われることを懸念して、自ずとリスク回避的な方向に偏るおそれもある。こうした状況の発生こそが会社としての果敢な意思決定や事業活動に対する阻害要因となるものであり、本コード（原案）では、会社に対してガバナンスに関する適切な規律を求めることにより、経営陣をこうした制約から解放し、健全な企業家精神を発揮しつつ経営手腕を振るえるような環境を整えることを狙いとしている。

8. 本コード（原案）は、市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれる中、中長期の投資を促す効果をもたらすことをも期待している。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、通常、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の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である。本コード（原案）は、会社が、各原則の趣旨・精神を踏まえ、自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応することを求めるものであるが、このような会社の取組みは、スチュワードシップ・コードに基づくこうした株主（機関投資家）と会社との間の建設的な「目的を持った対話」によって、更なる充実を図ることが可能である。その意味において、本コード（原案）とスチュワードシップ・コードとは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスが実現されることが期待される。

「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」

9. 本コード（原案）において示される規範は、基本原則、原則、補充原則から構成されているが、それらの履行の態様は、例えば、会社の業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等によって様々に異なり得る。本コード（原案）に定める各原則の適用の仕方は、それぞれの会社が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。
10. こうした点に鑑み、本コード（原案）は、会社が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、会社が各々の置かれた状況に応じて、実効的なコーポレートガバナンスを実現することができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。

「プリンシプルベース・アプローチ」は、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものであるが、その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）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。このため、本コード（原案）で使用されている用語についても、法令のように厳格な定義を置くのではなく、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（原案）の趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定されている。

株主等のステークホルダーが、会社との間に対話を行うに当たっても、この「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。

11. また、本コード（原案）は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用している。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している。
12. こうした「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法も、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものの、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられる。本コード（原案）の対象とする会社が、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには十分な留意が必要であり、会社側のみならず、株主等のステークホルダーの側においても、当該手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められる。特に、本コード（原案）の各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施してい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、と機械的に評価することは適切ではない。一方、会社としては、当然のことながら、「実施しない理由」の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、「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」の趣旨に反するものである。

本コード（原案）の適用

13. 本コード（原案）は、我が国取引所に上場する会社を適用対象とするものである¹。その際、本則市場（市場第一部及び市場第二部）以外の市場に上場する会社に対する本コード（原案）の適用に当たっては、例えば体制整備や開示などに係る項目の

¹ 我が国取引所に上場する外国会社については、一般に、そのガバナンスに関して別途適用を受ける本国の規制が存在し、その内容が本コード（原案）と異なり得るため、本コード（原案）の内容をそのままの形で適用することが適切でない場合も想定される。このため、その取扱いに関しては、今後、東京証券取引所において整理がなされることを期待する。

適用について、こうした会社の規模・特性等を踏まえた一定の考慮が必要となる可能性があり得る。この点に関しては、今後、東京証券取引所において、本コード（原案）のどの部分に、どのような形での考慮が必要かについて整理がなされることを期待する。

14. 我が国の上場会社は、通常、監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社のいずれかの機関設計を選択することとされている。本コード（原案）は、もとよりいずれかの機関設計を参照するものではなく、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。

我が国の上場会社の多くは監査役会設置会社であることを踏まえ、本コード（原案）には、監査役会設置会社を想定した幾つかの原則（監査役または監査役会について記述した原則）が置かれているが、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替えを行った上で適用を行うことが想定される。

15. 本コード（原案）は、東京証券取引所において必要な制度整備を行った上で、平成 27 年 6 月 1 日から適用することを想定している。

なお、本コード（原案）の幾つかの原則については、例えば体制整備に関するもの等を中心に、各会社の置かれた状況によっては、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ことも考えられる。その場合において、上場会社が、まずは上記の適用開始に向けて真摯な検討や準備作業を行った上で、なお完全な実施が難しい場合に、今後の取組み予定や実施時期の目途を明確に説明（エクスプレイン）することにより、対応を行う可能性は排除されるべきではない。

また、本コード（原案）には、会社が「エクスプレイン」を行う場合を含め、幾つかの開示や説明を求める旨の記載があるが、これらのうちには、特定の枠組み（例えば、コーポレート・ガバナンスに関する報告書）の中で統一的に開示・説明を行うことが望ましいものもあると考えられることから、この点については、今後、東京証券取引所において整理がなされることを期待する。

本コード（原案）の将来の見直し

16. 上述のとおり、本コード（原案）は、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取りまとめたものであるが、不変のものではない。目まぐるしく変化する経済・社会情勢の下で、本コード（原案）がその目的を果たし続けることを確保するため、本有識者会議は、本コード（原案）が定期的に見直しの検討に付されることを期待する。

【株主の権利・平等性の確保】

1. 上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】

2. 上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

【適切な情報開示と透明性の確保】

3. 上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

【取締役会等の責務】

4. 上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長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、

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 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
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと

をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。

こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

【株主との対話】

5. 上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場合以外にも、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

第1章 株主の権利・平等性の確保

【基本原則1】

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

考え方

上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたステークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である。その際、資本提供者は重要な要であり、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点でもある。上場会社には、株主が有する様々な権利が実質的に確保されるよう、その円滑な行使に配慮することにより、株主との適切な協働を確保し、持続的な成長に向けた取組みに邁進することが求められる。

また、上場会社は、自らの株主を、その有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱う会社法上の義務を負っているところ、この点を実質的にも確保していることについて広く株主から信認を得ることは、資本提供者からの支持の基盤を強化することにも資するものである。

【原則 1－1．株主の権利の確保】

上場会社は、株主総会における議決権をはじめとする株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである。

補充原則

- 1－1 ① 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。
- 1－1 ② 上場会社は、総会決議事項の一部を取締役に委任するよう株主総会に提案するに当たっては、自らの取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得るような体制が整っているか否かを考慮すべきである。他方で、上場会社において、そうした体制がしっかりと整っていると判断する場合には、上記の提案を行うことが、経営判断の機動性・専門性の確保の観点から望ましい場合があることを考慮に入れるべきである。

〔背景説明〕

一般に我が国の上場会社は、他国の上場会社に比して幅広い事項を株主総会にかけているとされる。しかしながら、上場会社に係る重要な意思決定については、これを株主の直接投票で決することが常に望ましいわけではなく、株主に対する受託者責任を十分に果たし得る取締役会が存在する場合には、会社法が認める選択肢の中でその意思決定の一部を取締役に委任することは、経営判断に求められる機動性・専門性を確保する観点から合理的な場合がある。このような委任が適切であるか否かは、取締役会においてコーポレートガバナンスに関する役割・責務を十分に果たし得るような体制が整っているか否かに左右される部分が大きいと考えられる。

- 1－1 ③ 上場会社は、株主の権利の重要性を踏まえ、その権利行使を事実上妨げることのないよう配慮すべきである。とりわけ、少数株主にも認められている上場会社及びその役員に対する特別な権利（違法行為の差止めや代表訴訟提起に係る権利等）については、その権利行使の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

【原則 1－2．株主総会における権利行使】

上場会社は、株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、株主の視点に立って、株主総会における権利行使に係る適切な環境整備を行うべきである。

補充原則

1－2① 上場会社は、株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる情報については、必要に応じ適確に提供すべきである。

1－2② 上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。

1－2③ 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行うべきである。

〔背景説明〕

株主総会開催手続きについては、本有識者会議において、以下の議論があった。

- ・ 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（英国では、2日間以内）。
- ・ 招集通知から株主総会開催日までの期間は、熟慮のため、できるだけ長いことが望ましい（英国では、約4週間以上）。
- ・ 決算期末から、会計監査証明までの期間は、不正リスクに対応した実効性ある会計監査確保の観点から、一定の期間を確保する必要がある。
- ・ 以上に対応するため、必要があれば、株主総会開催日を7月（3月期決算の会社の場合）にすることも検討されることが考えられるが、業績評価に基づく株主総会の意思決定との観点から、決算期末から株主総会開催日までの期間が長くなりすぎることは避ける必要がある。

なお、以上の方向で考える場合、（監査済財務情報の提供時期や株主総会の開催時期が後倒しになることが考えられることから、）決算短信によるタイムリーな情報提供が一層重要となることや、例外的な事象が生じた場合も視野に入れた他の制度との整合性の検討が必要となることなどにも留意が必要である。

本問題については、本コード（原案）に寄せられるパブリック・コメント等の内容も踏まえつつ、必要に応じ、本有識者会議において引き続き議論を行い、東京証券取引所における最終的なコードの策定に反映される必要があるか否かを検討することとする。

1－2④ 上場会社は、自社の株主における機関投資家や海外投資家の比率等も踏まえ、議決権の電子行使を可能とするための環境作り（議決権電子行使プラットフォームの利用等）や招集通知の英訳を進めるべきである。

1－2⑤ 信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、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。

【原則 1－3. 資本政策の基本的な方針】

上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

【原則 1－4. いわゆる政策保有株式】

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

【原則 1－5. いわゆる買収防衛策】

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

補充原則

- 1－5① 上場会社は、自社の株式が公開買付けに付された場合には、取締役会としての考え方（対抗提案があればその内容を含む）を明確に説明すべきであり、また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない。

【原則 1－6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策】

支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策（増資、MBO等を含む）については、既存株主を不当に害することのないよう、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

【原則１－７． 関連当事者間の取引】

上場会社とその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

【基本原則2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

考え方

上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。また、近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる。

上場会社が、こうした認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである。

【原則２－１．中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定】

上場会社は、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきである。

【原則２－２．会社の行動準則の策定・実践】

上場会社は、ステークホルダーとの適切な協働やその利益の尊重、健全な事業活動倫理などについて、会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動準則を定め、実践すべきである。取締役会は、行動準則の策定・改訂の責務を担い、これが国内外の事業活動の第一線にまで広く浸透し、遵守されるようにすべきである。

補充原則

- ２－２① 取締役会は、行動準則が広く実践されているか否かについて、適宜または定期的にレビューを行うべきである。その際には、実質的に行動準則の趣旨・精神を尊重する企業文化・風土が存在するか否かに重点を置くべきであり、形式的な遵守確認に終始すべきではない。

〔背景説明〕

上記の行動準則は、倫理基準、行動規範等と呼称されることもある。

【原則２－３．社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題】

上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、適切な対応を行うべきである。

補充原則

- ２－３① 取締役会は、サステナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一部であると認識し、適確に対処するとともに、近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討すべきである。

【原則２－４．女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保】

上場会社は、社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、会社の持続的な成長を確保する上での強みとなり得る、との認識に立ち、社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保を推進すべきである。

【原則 2－5．内部通報】

上場会社は、その従業員等が、不利益を被る危険を懸念することなく、違法または不適切な行為・情報開示に関する情報や真摯な疑念を伝えることができるよう、また、伝えられた情報や疑念が客観的に検証され適切に活用されるよう、内部通報に係る適切な体制整備を行うべきである。取締役会は、こうした体制整備を実現する責務を負うとともに、その運用状況を監督すべきである。

補充原則

- 2－5① 上場会社は、内部通報に係る体制整備の一環として、経営陣から独立した窓口の設置（例えば、社外取締役と監査役による合議体を窓口とする等）を行うべきであり、また、情報提供者の秘匿と不利益取扱いの禁止に関する規律を整備すべきである。

第3章 適切な情報開示と透明性の確保

【基本原則3】

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。

考え方

上場会社には、様々な情報を開示することが求められている。これらの情報が法令に基づき適時適切に開示されることは、投資家保護や資本市場の信頼性確保の観点から不可欠の要請であり、取締役会・監査役・監査役会・外部会計監査人は、この点に関し財務情報に係る内部統制体制の適切な整備をはじめとする重要な責務を負っている。

また、上場会社は、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、定性的な説明等のいわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

法令に基づく開示であれそれ以外の場合であれ、適切な情報の開示・提供は、上場会社の外側にいて情報の非対称性の下におかれている株主等のステークホルダーと認識を共有し、その理解を得るための有力な手段となり得るものであり、「『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》」を踏まえた建設的な対話にも資するものである。

【原則３－１．情報開示の充実】

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、（本コード（原案）の各原則において開示を求めている事項のほか、）以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

- （i）会社の目指すところ（経営理念等）や経営戦略、経営計画
- （ii）本コード（原案）のそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針
- （iii）取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続
- （iv）取締役会が経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続
- （v）取締役会が上記（iv）を踏まえて経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選任・指名についての説明

補充原則

- 3－１① 上記の情報の開示に当たっても、取締役会は、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである。
- 3－１② 上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。

【原則３－２．外部会計監査人】

外部会計監査人及び上場会社は、外部会計監査人が株主・投資家に対して責務を負っていることを認識し、適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべきである。

補充原則

- 3－２① 監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。
 - （i）外部会計監査人候補を適切に選定し外部会計監査人を適切に評価するための基準の策定
 - （ii）外部会計監査人に求められる独立性と専門性を有しているか否かについての確認

3－2② 取締役会及び監査役会は、少なくとも下記の対応を行うべきである。

- (i) 高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保
- (ii) 外部会計監査人からＣＥＯ・ＣＦＯ等の経営陣幹部へのアクセス（面談等）の確保
- (iii) 外部会計監査人と監査役（監査役会への出席を含む）、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保
- (iv) 外部会計監査人が不正を発見し適切な対応を求めた場合や、不備・問題点を指摘した場合の会社側の対応体制の確立

第4章 取締役会等の責務

【基本原則4】

上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長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、

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 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
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと

をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。

こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

考え方

上場会社は、通常、会社法（平成26年改正後）が規定する機関設計のうち主要な3種類（監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）のいずれかを選択することとされている。前者（監査役会設置会社）は、取締役会と監査役・監査役会に統治機能を担わせる我が国独自の制度である。その制度では、監査役は、取締役・経営陣等の職務執行の監査を行うこととされており、法律に基づく調査権限が付与されている。また、独立性と高度な情報収集能力の双方を確保すべく、監査役（株主総会で選任）の半数以上は社外監査役とし、かつ常勤の監査役を置くこととされている。後者の2つは、取締役会に委員会を設置して一定の役割を担わせることにより監督機能の強化を目指すものであるという点において、諸外国にも類例が見られる制度である。上記の3種類の機関設計のいずれを採用する場合でも、重要なことは、創意工夫を施すことによりそれぞれの機関の機能を実質的かつ十分に発揮させることである。

また、本コード（原案）を策定する大きな目的の一つは、上場会社による透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を促すことにあるが、上場会社の意思決定のうちには、外部環境の変化その他の事情により、結果として会社に損害を生じさせることとなるものが無いとは言い切れない。その場合、経営陣・取締役が損害賠償責任を負うか否かの判断に際しては、一般的に、その意思決定の時点における意思決定過程の合理性が重要な考慮要素の一つとなるものと考えられるが、本コード（原案）には、ここでいう意思決定過程の合理性を担保することに寄与すると考えられる内容が含まれてお

り、本コード（原案）は、上場会社の透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を促す効果を持つこととなるものと期待している。

【原則４－１．取締役会の役割・責務(1)】

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、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であり、重要な業務執行の決定を行う場合には、上記の戦略的な方向付けを踏まえるべきである。

補充原則

- ４－１① 取締役会は、取締役会自身として何を判断・決定し、何を経営陣に委ねるの
かに関連して、経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、その概要を開示すべきである。
- ４－１② 取締役会・経営陣幹部は、中期経営計画も株主に対するコミットメントの一つであるとの認識に立ち、その実現に向けて最善の努力を行うべきである。仮に、中期経営計画が目標未達に終わった場合には、その原因や自社が行った対応の内容を十分に分析し、株主に説明を行うとともに、その分析を次期以降の計画に反映させるべきである。
- ４－１③ 取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者等の後継者の計画（プランニング）について適切に監督を行うべきである。

【原則４－２．取締役会の役割・責務(2)】

取締役会は、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を主要な役割・責務の一つと捉え、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、そ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。

また、経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的风险を反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

補充原則

- ４－２① 経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報

酬との割合を適切に設定すべきである。

【原則４－３．取締役会の役割・責務(3)】

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、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である。

また、取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うとともに、内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきである。

更に、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである。

補充原則

４－３① 取締役会は、経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきである。

４－３② コンプライアンスや財務報告に係る内部統制や先を見越したリスク管理体制の整備は、適切なリスクテイクの裏付けとなり得るものであるが、取締役会は、これらの体制の適切な構築や、その運用が有効に行われているか否かの監督に重点を置くべきであり、個別の業務執行に係るコンプライアンスの審査に終始すべきではない。

【原則４－４．監査役及び監査役会の役割・責務】

監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。

また、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」があるが、こうした機能を含め、その役割・責務を十分に果たすためには、自らの守備範囲を過度に狭く捉えることは適切でなく、能動的・積極的に権限を行使し、取締役会においてあるいは経営陣に対して適切に意見を述べるべきである。

補充原則

４－４① 監査役会は、会社法により、その半数以上を社外監査役とすること及び常勤の監査役を置くことの双方が求められていることを踏まえ、その役割・責務を十分に果たすとの観点から、前者に由来する強固な独立性と、後者が保有する高度な情報収集力とを有機的に組み合わせるべきである。また、

監査役または監査役会は、社外取締役が、その独立性に影響を受けることなく情報収集力の強化を図ることができるよう、社外取締役との連携を確保すべきである。

【原則４－５．取締役・監査役等の受託者責任】

上場会社の取締役・監査役及び経営陣は、それぞれの株主に対する受託者責任を認識し、ステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきである。

【原則４－６．経営の監督と執行】

上場会社は、取締役会による独立かつ客観的な経営の監督の実効性を確保すべく、業務の執行には携わらない、業務の執行と一定の距離を置く取締役の活用について検討すべきである。

【原則４－７．独立社外取締役の役割・責務】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

【原則４－８．独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような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。

また、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、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示すべき

である。

〔背景説明〕

独立社外取締役を巡っては様々な議論があるが、単にこれを設置しさえすれば会社の成長が図られる、という捉え方は適切ではない。独立社外取締役を置く場合には、その期待される役割・責務に照らし、その存在を活かすような対応がとられるか否かが成否の重要な鍵となると考えられる。(独立)社外取締役については、既に会社法(平成26年改正後)や上場規則が1名以上の設置に関連する規定を置いており、実務上もこれに沿った対応が見られるが、本コード(原案)では、独立社外取締役を複数名設置すればその存在が十分に活かされる可能性が大きく高まる、という観点から、「少なくとも2名以上」との記載を行っている。

なお、本有識者会議において、関係団体の中には、独立役員の円滑な選任を促進する観点から、その候補に関する情報の蓄積・更新・提供をするなどの取組みを行っている団体もあり、今後、こうした取組みが更に広範に進められていくことが期待される、との指摘があった。

補充原則

- 4－8① 独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的を開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。

〔背景説明〕

独立社外者のみを構成員とする会合については、その構成員を独立社外取締役のみとすることや、これに独立社外監査役を加えることが考えられる。

- 4－8② 独立社外取締役は、例えば、互選により「筆頭独立社外取締役」を決定することなどにより、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきである。

【原則4－9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】

取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

〔背景説明〕

金融商品取引所が定める独立性基準やこれに関連する開示基準については、その内容が抽象的で解釈に幅を生じさせる余地があるとの見方がある。これについては、適用における柔軟性が確保されているとの評価がある一方で、機関投資家や議決権行使助言会社による解釈が様々に行われる結果、上場会社が保守的な適用を行うという弊害が生じているとの

指摘もある。また、これらの基準には、幾つかの点において、諸外国の基準との差異も存在するところである。本有識者会議としては、今後の状況の進展等を踏まえつつ、金融商品取引所において、必要に応じ、適切な検討が行われることを期待する。

【原則 4－10. 任意の仕組みの活用】

上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図るべきである。

補充原則

- 4－10① 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。

〔背景説明〕

取締役会に期待される説明責任の確保や実効性の高い監督といった役割・責務に関しては、監査や指名・報酬に係る機能の重要性が指摘されている。また、諸外国では、こうした機能に関しては特に独立した客観的な立場からの判断を求めている例も多い。こうした機能（監査役会・監査等委員会が関与する監査を除く）の独立性・客観性を強化する手法としては、例えば、任意の諮問委員会を活用することや、監査等委員会設置会社である場合には、取締役の指名・報酬について株主総会における意見陳述権が付与されている監査等委員会を活用することなどが考えられる。その際には、コーポレートガバナンスに関連する様々な事項（例えば、関連当事者間の取引に関する事項や監査役の指名に関する事項等）をこうした委員会に併せて検討させるなど、会社の実情に応じた多様な対応を行うことが考えられる。

【原則 4－11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、財務・会計に関する適切な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。

取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

補充原則

- 4-11① 取締役会は、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。
- 4-11② 社外取締役・社外監査役をはじめ、取締役・監査役は、その役割・責務を適切に果たすために必要となる時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けるべきである。こうした観点から、例えば、取締役・監査役が他の上場会社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべきである。
- 4-11③ 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。

【原則 4-12. 取締役会における審議の活性化】

取締役会は、社外取締役による問題提起を含め自由闊達で建設的な議論・意見交換を尊ぶ気風の醸成に努めるべきである。

補充原則

- 4-12① 取締役会は、会議運営に関する下記の取扱いを確保しつつ、その審議の活性化を図るべきである。
- (i) 取締役会の資料が、会日に十分に先立って配布されるようにすること
 - (ii) 取締役会の資料以外にも、必要に応じ、会社から取締役に対して十分な情報が（適切な場合には、要点を把握しやすいように整理・分析された形で）提供されるようにすること
 - (iii) 年間の取締役会開催スケジュールや予想される審議事項について決定しておくこと
 - (iv) 審議項目数や開催頻度を適切に設定すること
 - (v) 審議時間を十分に確保すること

【原則 4-13. 情報入手と支援体制】

取締役・監査役は、その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報を入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。

また、上場会社は、人員面を含む取締役・監査役の支援体制を整えるべきである。
取締役会・監査役会は、各取締役・監査役が求める情報の円滑な提供が確保されているかどうかを確認すべきである。

補充原則

4－13① 社外取締役を含む取締役は、透明・公正かつ迅速・果断な会社の意思決定に資するとの観点から、必要と考える場合には、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。また、社外監査役を含む監査役は、法令に基づく調査権限を行使することを含め、適切に情報入手を行うべきである。

4－13② 取締役・監査役は、必要と考える場合には、会社の費用において外部の専門家の助言を得ることも考慮すべきである。

4－13③ 上場会社は、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。
また、上場会社は、例えば、社外取締役・社外監査役の指示を受けて会社の情報を適確に提供できるよう社内との連絡・調整にあたる者の選任など、社外取締役や社外監査役に必要な情報を適確に提供するための工夫を行うべきである。

【原則4－14. 取締役・監査役のトレーニング】

新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適合したトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。

補充原則

4－14① 社外取締役・社外監査役を含む取締役・監査役は、就任の際には、会社の事業・財務・組織等に関する必要な知識を取得し、取締役・監査役に求められる役割と責務（法的責任を含む）を十分に理解する機会を得るべきであり、就任後においても、必要に応じ、これらを継続的に更新する機会を得るべきである。

4－14② 上場会社は、取締役・監査役に対するトレーニングの方針について開示を行うべきである。

第5章 株主との対話

【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

考え方

『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》の策定を受け、機関投資家には、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）を行うことが求められている。

上場会社にとっても、株主と平素から対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに対する理解を得るとともに懸念があれば適切に対応を講じることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である。また、一般に、上場会社の経営陣・取締役は、従業員・取引先・金融機関とは日常的に接触し、その意見に触れる機会には恵まれているが、これらはいずれも貸金債権、貸付債権等の債権者であり、株主と接する機会は限られている。経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する。

【原則５－１．株主との建設的な対話に関する方針】

上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。

補充原則

５－１① 株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである。

５－１② 株主との建設的な対話を促進するための方針には、少なくとも以下の点を記載すべきである。

（i）株主との対話全般について、下記（ii）～（v）に記載する事項を含めその統括を行い、建設的な対話が実現するように目配りを行う経営陣または取締役の指定

（ii）対話を補助する社内のＩＲ担当、経営企画、総務、財務、経理、法務部門等の有機的な連携のための方策

（iii）個別面談以外の対話の手段（例えば、投資家説明会やＩＲ活動）の充実に関する取組み

（iv）対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣幹部や取締役会に対する適切かつ効果的なフィードバックのための方策

（v）対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策

５－１③ 上場会社は、必要に応じ、自らの株主構造の把握に努めるべきであり、株主も、こうした把握作業にできる限り協力することが望ましい。

【原則５－２．経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

事務局説明資料

平成26年 8 月 7 日（木）

目次

1. 本有識者会議の立上げ経緯
2. 「OECDコーポレート・ガバナンス原則」の概要
3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード

(参考1) 東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」
の概要

(参考2) 「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》

1. 本有識者会議の立上げ経緯①

(「日本再興戦略」改訂2014)

「日本再興戦略」改訂2014（抄）

平成26年6月24日 閣議決定

第一 総論

Ⅱ. 改訂戦略における鍵となる政策

1. 日本の「稼ぐ力」を取り戻す

(1) 企業が変わる

(コーポレートガバナンスの強化)

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（家計）に均てんさせるには何が必要か。まずは、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、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、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していくことが重要である。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される。

昨年の成長戦略を受けて、これまでに日本版スチュワードシップコードの策定、社外取締役を選任しない企業に説明責任を課す会社法改正、さらには公的・準公的資金の運用の在り方の検討を通じて、投資家と企業の間で持続的な収益力・資本効率向上やガバナンス強化に向けた対話を深めるための取組等が緒についたところである。こうした中で、スチュワードシップコードへの参加を表明する機関投資家や社外取締役の導入を進める企業が続々と現れているうえ、本年の年初には、収益力が高く投資家にとって魅力の高い会社で構成される新しい株価指数である「JPX日経インデックス400」の算出が開始されるなど、「稼ぐ力」向上に向けた気運が高まりつつある。

1. 本有識者会議の立上げ経緯②

(「日本再興戦略」改訂2014)

今後は、企業に対するコーポレートガバナンスを発揮させる環境を更に前進させ、企業の「稼ぐ力」の向上を具体的に進める段階に来た。これまでの取組を踏まえて、各企業が、社外取締役の積極的な活用を具体的に経営戦略の進化に結びつけていくとともに、長期的にどのような価値創造を行い、どのようにして「稼ぐ力」を強化してグローバル競争に打ち勝とうとしているのか、その方針を明確に指し示し、投資家との対話を積極化していく必要がある。

(中略)

こうした一連の取組を実行していくことで、企業収益の更なる拡大が実現し、雇用機会の拡大、賃金の上昇、配当の増加という様々なチャネルを通じて、脱デフレの果実が最終的に国民に還元される、真の好循環が実現することとなる。

IV. 改訂戦略の主要施策例

1. 日本の「稼ぐ力」を取り戻す

(1) 企業が変わる

① 企業統治（コーポレートガバナンス）の強化

○「コーポレートガバナンス・コード」の策定

- ・ 持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、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。上場企業に対して、当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合は、その理由の説明を求める。

【来年の株主総会のシーズンに間に合うよう策定】₂

1. 本有識者会議の立上げ経緯③

(「日本再興戦略」改訂2014)

第二 3つのアクションプラン

一. 日本産業再興プラン

1. 緊急構造改革プログラム（産業の新陳代謝の促進）

（3）新たに講ずべき具体的施策

これまでの取組により企業の新事業へのチャレンジや収益性・生産性の向上に向けた機運が生まれつつあり、今後は、企業のこのような姿勢を更に後押しするため、これまで以上に新たな切り口の施策を強化する。

i) コーポレートガバナンスの強化、リスクマネーの供給促進、インベストメント・チェーンの高度化

生産性向上により企業収益を拡大し、それを賃金上昇や再投資、株主還元等につなげるためにも、グローバル企業を中心に資本コストを意識してコーポレートガバナンスを強化し、持続的な企業価値向上につなげることが重要である。

（中略）

こうした取組による経済成長の成果を、雇用機会の拡大や賃金上昇、設備投資や配当の増加等を通じて経済全般に還元することにより、経済の好循環をさらに強固なものとすべきである。

このため、以下の施策を実施する。

1. 本有識者会議の立上げ経緯④

(「日本再興戦略」改訂2014)

①「コーポレートガバナンス・コード」の策定等

コーポレートガバナンスは、企業が、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・果斷な意思決定を行うための仕組みである。コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方を諸原則の形で取りまとめることは、持続的な企業価値向上のための自律的な対応を促すことを通じ、企業、投資家、ひいては経済全体にも寄与するものと考えられる。

こうした観点から、上場企業のコーポレートガバナンス上の諸原則を記載した「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。コードの策定に当たっては、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、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする。このため、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おいて、秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する。新コードについては、東京証券取引所の上場規則により、上場企業に対して“Comply or Explain”（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か）を求めるものとする。

(略)

1. 本有識者会議の立上げ経緯⑤

(自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」)

自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」(抄)

平成26年5月23日 公表

●コーポレートガバナンス・コードの制定

本年2月、「日本再興戦略」の提案通り、機関投資家による投資対象企業への働きかけなど、受託者責任のあり方などを定めた「日本版スチュワードシップ・コード」が導入され、企業経営と機関投資家の行動が、良き対話を通じて高度化することとなった。しかし、英、仏、独などの欧州国では、まず独立取締役設置など、企業統治におけるベストプラクティスの採用とその開示の統一化等に関し、「遵守せよ、さもなくば、従わない理由を説明せよ(comply or explain)」ルールの下で企業に促すための、企業統治の具体的姿を示す「コーポレートガバナンス・コード」において定められている。

わが国においても同様に、独立取締役設置、取締役など幹部の人事における指名手続き・報酬決定等の透明性確保、経営における監督機能と執行機能の分離、幹部研修のあり方など、日本の上場企業のあるべき企業統治の具体的姿を示し、それを企業がcomply or explainルールの下で尊重する、コーポレートガバナンス・コードの制定を提言する。

具体的には、まずは、多様な関係者による有識者会議が東京証券取引所と金融庁による共同事務局としてのサポートを受け、ベストプラクティスの内容やOECD原則を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方を今秋までにまとめ、それを受けて東京証券取引所が具体的コーポレートガバナンス・コードを来年の株主総会のシーズンに間に合うように制定するとともに、当該コードに対するcomply or explainルールを東証上場規則に明記するよう、東証に対し金融庁より要請する。

その際、現行の会社法上に規定のない執行役員の地位、及びその忠実義務を明確化するとともに、取締役には経験や独立性、知識といった各観点からのバランスを求め、それぞれの企業統治に係る取り組みの開示と経営陣による説明を求めることで、企業統治の実効性を高める。また、社外取締役と監査役による合議体を内部通報窓口にするなど、内部通報制度の充実やその活用に向けた制度の構築が合わせて必要である。

1. 本有識者会議の立上げ経緯⑥

(自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」)

●上記コーポレートガバナンス・コードに、例えば下記のような記載をすることが考えられる。

① 独立社外取締役

例えば、東証上場規則における独立社外取締役選任の努力義務を、ベストプラクティス（あるべき企業統治の具体的姿）を表すコードにおいて義務とし、義務を果たせない企業には相当でない理由の開示義務を課することが考えられる。

(コード案)

- ・ 上場株券の発行者は、取締役である独立役員を少なくとも2名以上確保することとする。
- ・ 取締役である独立役員を少なくとも2名以上確保しない場合、当該事業年度に関する定時株主総会において、取締役である独立役員を少なくとも2名以上置くことが相当でない理由を説明しなければならない。

② 株主のボイス

コーポレートガバナンスは、主として株主と経営者の間の関係を律するものであるが、これまで多くの場合、いかに経営者を律するか、について語られてきた。しかし、ガバナンス強化の実効性を上げるためには、株主側が役割を果たすことを求めることも必要である。すなわち、機関投資家などの株主の自覚を高め、企業収益向上のためのボイスを出すことなどを促していくことも重要。上場企業も、自らの株主に対して、受託者責任を負っているという点で、機関投資家と本質的な違いはない。

(コード案)

- ・ 企業価値を持続的に高めて企業の成長を促すため、株主は責任ある権利行使を行うべき。具体的には、株主は、議決権などの行使にあたり、
 - 取締役が責務を果たすことを確保するため、その選任に当たり、候補者の適格性、独立性につき精査すること。
 - 企業の生産性向上のための投資と、株主への還元とを、中長期的な企業の成長を促すとの観点から、高い次元でバランスを取った決定を行うこと。
 - 上場株券の発行者は、そのために必要となる情報の十分な開示を行うこと。

1. 本有識者会議の立上げ経緯⑦

(自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」)

- ・ 特に、機関投資家は、企業の経営陣などとの積極的な対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（「日本版スチュワードシップ・コード」）を受け入れ、投票方針や投票結果の開示を行うこと。

③ 株式持ち合い

内閣府令では、政策保有目的（純投資目的以外の目的）で議決権を有する上場株式を保有している場合は、貸借対照表計上額が資本金額の1%を超える銘柄、その株式数、貸借対照表計上額、具体的な保有目的について開示すべき旨が定められているが、これはあくまでも「開示」に止まっている。

この内閣府令の開示義務に加え、なぜかかる株式を保有しているかに関し、説明義務を加えるとともに、準則（＝comply の基礎）を明確にする趣旨で、例えば以下の規定を置くことが考えられる。

（コード案）

- ・ 政策保有目的でのいわゆる株式の持ち合いは、利潤の追求、株主への利益還元、株主一般との潜在的な利益相反などの点で適切なガバナンスを確保することに支障を生じさせかねない。従って、こうした政策保有目的での株式の持ち合いは、合理的理由がない限り、極力縮小すべきである。
- ・ 政策保有目的の株式を保有している場合は、具体的な政策目的に加えて、当該保有目的の合理性（銀行が破たん懸念先に再生のための新規資金割り当てを行うことや、必要に応じ債権の株式転換を行うなど、いわゆるDIP状態にあって、企業価値を高めるため資本充実を図る必要性がある場合等）を説明しなければならない。

2. 「OECDコーポレート・ガバナンス原則」の概要

(2004年改訂)

○ 株主の権利

株主の権利の保護

株主の権利行使の促進

○ 株主の平等な取扱い

(少数株主・外国株主を含む) 全ての株主の平等な取扱いの確保

株主の権利侵害に対する有効な救済

○ 株主以外のステークホルダーの役割

株主以外のステークホルダーの権利の尊重

会社とステークホルダーの積極的な協力関係の促進

○ 開示及び透明性

会社に関する重要事項※についての適時かつ正確な開示の確保

※ 財務状況、業績、株主構成、予見可能なリスク要因など

○ 取締役会の責任

会社の経営戦略の方向付け

経営陣の有効な監督

会社及び株主に対する説明責任

3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード①

(ガバナンス規範の体系)

		日本	英国	ドイツ	フランス	米国
プリンシプルベースかつ “Comply or Explain”型の コーポレート・ガバナンス・ コード		—	○	○	○	ルールベースのCG 規範で対応 (SOX法、SEC規則、 取引所規則)
	“Comply or Explain” を担保する規律	— (注)	取引所規則	株式法 (会社法)	商法	
参考	スチュワードシップ・ コード	○	○	—	—	—

(注) 2014年6月に成立した改正会社法においては、社外取締役を置いていない上場会社等に対して「社外取締役を置くことが相当でない理由を説明」することを求める“Comply or Explain”型のアプローチが採用されている。

上記のほか、例えば右記の国々において、プリンシプルベースかつ“Comply or Explain”型のコーポレート・ガバナンス・コードが導入

イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、スウェーデン、デンマーク、フィンランド、オーストラリア、ニュージーランド、タイ、マレーシア、シンガポール、香港 等

3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード②

(概観)

		英国	ドイツ	フランス	米国
名称		コーポレート・ガバナンス・コード	コーポレート・ガバナンス・コード(KODEX)	コーポレート・ガバナンス・コード	—
		1998年策定 (2010年 名称変更)	2002年策定	2008年策定	—
策定 主体	母体	財務報告評議会 (FRC) ※独立した 自主規制主体	法務省	フランス 民間企業協会 (AFEP) フランス 企業連合会 (MEDEF)	—
	母体に設置 された 検討委員会	ハンペル委員会	クロンメ委員会	作業部会	—

3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード③

(英国コードの制定経緯)

○キャドバリー報告書（1992年）

1991年、財務報告評議会（Financial Reporting Council: FRC）、ロンドン証券取引所及び公認会計士団体が、主として企業の会計報告書及びアカウンタビリティに関する議論をするため、「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会」を設立。

エイドリアン・キャドバリー卿（キャドバリー・シュエップス社 元会長）を座長とする委員会は、1992年に報告書を取りまとめ、取締役会の実効性・報告機能及び外部会計監査人の役割等について勧告。

○グリーンベリー報告書（1995年）

1995年、民営化公益企業における経営陣の高額報酬に対する関心の高まりを背景に、政府の意向を受けた英国産業連盟（CBI）は、「取締役の報酬に関する研究グループ」を設立。

リチャード・グリーンベリー卿（マクス・アンド・スポンサー社 会長）を座長とする委員会は、1995年に報告書を取りまとめ、非業務執行取締役からなる報酬委員会の設立と報酬に係る情報開示等について勧告。

3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード④

(英国コードの制定経緯)

○ハンペル報告書（1998年）

キャドバリー委員会が、後継委員会の設置を求めていたことを踏まえ、1995年にFRCが、ロンドン証券取引所、CBI等の支援を受け、「企業統治に関する委員会」を設置。

ロナルド・ハンペル卿（インペリアル・ケミカル・インダストリーズ（ICI）会長）を座長とする委員会は、1998年に報告書を取りまとめ、取締役会、外部会計監査人、機関投資家などコーポレート・ガバナンス全般について幅広い原則を策定。

○統合規範（1998年）

ハンペル委員会の意向を受け、ロンドン証券取引所等は、1998年、キャドバリー報告書、グリーンベリー報告書、ハンペル報告書の三報告書が示した規範及び原則を統合し、英国のコーポレート・ガバナンスに関するベストプラクティスとして、「統合規範」※を策定。

※ ロンドン証券取引所上場規則集に添付された。

○コーポレート・ガバナンス・コード（2010年）

2009年、世界的金融危機の発生を背景として英国財務大臣の委託により作成されたウォーカー報告書を踏まえ、FRCが「統合規範」の内容を分離・再編成する形で、機関投資家による投資先企業に対する関与のあり方について「スチュワードシップ・コード」を、会社側の規律について、「コーポレートガバナンス・コード」を策定。

3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード⑤

(ドイツコードの制定経緯)

○バウムス報告書（2001年）

2000年、証券取引の国際化等に対応する観点から、シュレーダー首相はコーポレート・ガバナンスや株式法（会社法）の現代化等に関する政府委員会を設置。

フランクフルト大学のバウムス教授を座長とする委員会は、2001年に報告書を取りまとめ、コーポレート・ガバナンス・コードの制定等を勧告。

○K O D E X（ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード）（2002年）

2001年、バウムス報告書の勧告に基づき、法務省は、上場企業が従うべきコーポレート・ガバナンス・コードを策定するために政府委員会を設置。

ゲルハルト・クロンメ氏（テュッセングループ社 監査役会会長）を座長とするクロンメ委員会は、2002年にK O D E Xを公表。K O D E Xは、株主総会、監査役会〔Supervisory board〕及び執行役会〔Management board〕、透明性（情報開示）、年次報告書及び会計監査などに関して包括的に記載。

3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード⑥

(フランスコードの制定経緯)

○ヴィエノ報告書（第1次：1995年、第2次：1999年）

（1）第1次ヴィエノ報告書

1995年、マーク・ヴィエノ氏（ソシエ・ジェネラル銀行 会長）を座長とし、企業トップで構成された委員会は、いわゆるヴィエノ報告書を公表し、主として、取締役会の機能及び運営等に関して勧告。

（2）第2次ヴィエノ報告書

1999年、3年後の見直しを求めている第1次ヴィエノ報告書を受けて第2次ヴィエノ報告書が取りまとめられ、新たな勧告を追加※。

※ 取締役会議長と業務執行者の分離、役員報酬の開示、取締役会等に関して勧告。

○ブトン報告書（2002年）

2002年、ダニエル・ブトン氏（ソシエ・ジェネラル銀行 頭取）を座長とする委員会が新たな報告書を作成・公表。取締役会に関するヴィエノ報告書の勧告を厳格化するとともに、新たに、会計監査人の独立性、財務情報等に関して勧告。

○AFEP-MEDEFコード（2008年）

2008年、ヴィエノ報告書及びブトン報告書の作成に関与してきたフランス民間企業協会（AFEP）とフランス企業連合会（MEDEF）が、三報告書の勧告を統合してコードを作成。

3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード⑦

(OECD原則と各国コードの比較)

	OECD	英国	ドイツ	フランス	(参考) 東証「上場会社 コーポレート・ガバナンス 原則」
主要 項目	・ 序文	・ 序文	1. 序文	・ 序文	・ 序文
	<p>I. 有効なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保</p> <p>II. 株主の権利及び主要な持分機能</p> <p>III. 株主の平等な取扱い</p> <p>IV. 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</p> <p>V. 開示及び透明性</p> <p>VI. 取締役会の責任</p>	<p>A. リーダーシップ</p> <p>B. 取締役会の有効性</p> <p>C. 説明責任</p> <p>D. 報酬</p> <p>E. 株主との関係</p>	<p>2. 株主及び株主総会</p> <p>3. マネジメント・ボードとスーパーバイザー・ボードの協力 [cooperation]</p> <p>4. マネジメント・ボード</p> <p>5. スーパーバイザー・ボード</p> <p>6. 透明性</p> <p>7. 年次財務諸表の提出及び監査</p>	<p>1. 取締役会: 合議体</p> <p>2. 取締役会と市場</p> <p>3. 取締役会議長と最高経営責任者の職務の分離</p> <p>4. 取締役会と戦略</p> <p>5. 取締役会と株主総会</p> <p>6. 取締役会のメンバーシップ: 指針</p> <p>7. 従業員の代表</p> <p>8. 少数株主</p> <p>9. 独立取締役</p> <p>10. 取締役会の評価</p> <p>11. 取締役会の会議と委員会の会議</p> <p>12. 取締役による情報へのアクセス</p> <p>13. 取締役の研修[training]</p> <p>14. 取締役の任期</p> <p>15. 取締役会の委員会</p> <p>16. 監査委員会</p> <p>17. 任命または指名を担当する委員会</p> <p>18. 報酬を担当する委員会</p> <p>19. 業務執行取締役と非業務執行取締役の取締役職数</p> <p>20. 取締役の倫理[ethical rules]</p> <p>21. 取締役の報酬</p> <p>22. 業務執行取締役へ任命する場合の雇用契約の終了</p> <p>23. 業務執行取締役の報酬</p> <p>24. 業務執行取締役の報酬と株式オプション・パフォーマンスシェアの付与方針に関する情報</p> <p>25. 本勤告の履行</p>	<p>1. 株主の権利</p> <p>2. 株主の平等性</p> <p>3. コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーとの関係</p> <p>4. 情報開示と透明性</p> <p>5. 取締役会・監査役(会)等の役割</p>

(参考1) 東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」の概要

(2009年12月22日改訂版)

第1章 株主の権利

株主の基本的な権利の尊重

既存株主の権利の侵害への配慮

第2章 株主の平等性

会社関係者による利益相反取引の防止体制の整備

利益相反のおそれのある取引を行った場合の情報開示の充実

特定の株主に対する特別な利益提供の禁止

第3章 コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーとの関係

ステークホルダーの立場を尊重する企業風土の醸成、社内体制の整備

ステークホルダーへの適時適切な情報提供のための社内体制の整備

第4章 情報開示と透明性

経営実態をよりの確に把握するための定性的な情報開示の充実

株主が公平かつ容易に情報にアクセスできる機会の確保

情報開示の適正性・迅速性を確保するための社内体制の整備

第5章 取締役会・監査役(会)等の役割

取締役会・監査役(会)等による経営のモニタリング

会社の価値の最大化に向けた経営者の動機づけ

取締役相互の監視体制の整備

(参考2)「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》

経緯

- 「日本再興戦略」(平成25年6月)を受け、金融庁の「有識者検討会」が検討を進め、国内外からのパブリックコメントも踏まえ、本年2月、「『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》」を策定・公表。

枠組み

- 機関投資家が、各自の置かれた状況に応じて、対応できるような枠組みを設定(この点は英国コードと同じ)。
 - ー 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。
ただし、金融庁でコードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」を公表(3ヶ月毎に更新)する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。

[受入れ表明の状況]

- ・ 本年6月10日、本年5月末までにコードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」(第1回)を公表。
計127にのぼる数多くの機関投資家が受入れを表明。
 - ー 機関投資家が取るべき行動について、詳細に規定するのではなく、「基本的な原則」を提示(“principles-based” approach)。
 - ー 法令のように一律に義務を課するのではなく、機関投資家に対して、個別の原則ごとに、「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か」を求める手法(“comply or explain” approach)を採用。

概要

機関投資家は、

1. 「基本方針」を策定し、これを公表すべき。
2. 「利益相反」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業の状況を的確に把握すべき。
4. 建設的な対話を通じて投資先企業と認識を共有し、問題の改善に努めるべき。
5. 「議決権行使」の方針と行使結果を公表すべき(議案の主な種類ごとに整理・集計して公表)。
6. 顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべき。
7. 投資先企業に関する深い理解に基づき、適切な対話と判断を行うべき。

《「日本版コード」の主な特色》

- 日本の実情に応じたバランスの取れたコードとなるよう、
 - ・ 中長期的視点から企業価値及び資本効率を高め、「企業の持続的成長」を促すことが重要である旨を強調。
 - ・ 機関投資家と企業との「建設的な対話」を重視。

「3. 外国コード」に関する参考文献

- 『企業統治の国際比較』（文眞堂）2000年 菊池敏夫・平田光弘 編著
- 『英国のコーポレートガバナンス』（白桃書房）2000年 八田進二、橋本尚 共訳
- 『コーポレート・ガバナンスとアカウンタビリティ論』（商事法務）2008年 関孝哉 著
- 『ドイツのコーポレート・ガバナンス』（中央経済社）2013年 海道 ノブチカ著