

2014年6月5日 全9頁

《実践》コーポレートガバナンス

# 社外取締役に関する会社法改正と 日本版コーポレートガバナンス・コードの導 入議論について

## 英国コーポレートガバナンス・コードとの比較を通じて

コンサルティング・ソリューション第二部  
コンサルタント  
小阿瀬 達彦

### [要約]

- 社外取締役に関して、いわゆる Comply or Explain（遵守せよ、さもなければ説明せよ）方式の制度が盛り込まれた会社法改正案が衆議院で可決された。また、本年5月に、日本版コーポレートガバナンス・コードの導入について自民党から政府への提言が行われた。早ければ来年6月株主総会シーズンまでに、日本において欧州並みのコーポレートガバナンス・コードが整備される可能性が出てきた。
- 会社法改正案や日本版コーポレートガバナンス・コードに関する提言に盛り込まれた Comply or Explain ルールは、英国のコーポレートガバナンス・コードの基本的な枠組みとして、20年以上運用されているルールであり、コーポレートガバナンスに関する制度のグローバルスタンダードとなっている。
- 英国のコーポレートガバナンス・コードは、あるべき企業統治の姿について抽象的な Principle（原則）と、その原則を達成するためにとるべき Code（規範）で構成されており、(1) 原則の適用状況並びに (2) 規範を遵守したか否か及び (3) 不遵守の場合はその理由の説明を求めるものである。当該枠組みは、会社法改正案の参考となったとともに、今後の日本におけるコーポレートガバナンス・コード導入議論のベースとなるだろう。
- 日本版コーポレートガバナンス・コード導入は、アベノミクス第三の矢（成長戦略）の有力な政策候補のひとつであり、先に公開されたステewardシップ・コードと併せて、機関投資家の責任及び企業の責務が適切に果たされる環境の実現を目的としており、コーポレートガバナンスの充実により、日本企業の企業価値の向上及び持続的な成長を促すことが期待されている。

---

## 1. はじめに

昨年 11 月 29 日に臨時国会へ提出された「会社法の一部を改正する法律案」が、本年 4 月 25 日に衆議院本会議で可決され参議院に送られた。当法案が予定通り成立した場合、来年上半年中での施行が見込まれている。当法案では社外取締役の設置義務化については見送られるものの、社外取締役の設置のない上場会社は、来年の定時株主総会から「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明し、事業報告や株主総会参考資料に当該理由を記載<sup>1</sup>しなければならないとした、いわゆる Comply or Explain（遵守せよ、さもなければ説明せよ）方式の開示制度<sup>2</sup>が導入されることとなる。

また、本年 5 月 23 日に、自由民主党（以下、「自民党」という）の日本経済再生本部が公表した「日本再生ビジョン」<sup>3</sup>では『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。』との政策提言がなされている。予定されている会社法改正による社外取締役制度改革だけでなく、コーポレートガバナンス全体について、早ければ来年 6 月株主総会シーズンまでに、日本において欧州並みのコーポレートガバナンス・コードの制定がなされる可能性が出てきた。<sup>4</sup>

本稿では、Comply or Explain ルールの本場である英国のコーポレートガバナンス・コードを踏まえ、今期通常国会で成立予定の社外取締役に関するルール及び今後導入の可能性の高まった日本版コーポレートガバナンス・コードについて考察を加える。

---

<sup>1</sup>会社法施行規則において、事業報告及び株主総会参考書類への記載が義務付けられる予定である。

<sup>2</sup>会社法改正案 第 327 条の 2（社外取締役を置いていない場合の理由の開示）

『事業年度の末日において監査役会設置会社（公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る。）であって金融商品取引法第 24 条第 1 項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものが社外取締役を置いていない場合には、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない。』

<sup>3</sup> [https://www.y-shiozaki.or.jp/contribution/pdf/20140523184536\\_1GxK.pdf](https://www.y-shiozaki.or.jp/contribution/pdf/20140523184536_1GxK.pdf)

「日本再生ビジョン」とは自民党・日本経済再生本部が公表した政策提言集であり、政府が本年 6 月に予定するアベノミクス第三の矢である「日本再興戦略」改定のベースとなる。コーポレートガバナンス・コード導入の他にも、法人税率引き下げ、GPIF 改革や、「日本遺産」の創設等観光政策、プロ野球 16 球団構想、地域振興策など省庁間を跨いだ幅広い内容の政策が一つの冊子にまとめられている。

<sup>4</sup>日本再生ビジョンでは『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』と提言されている。

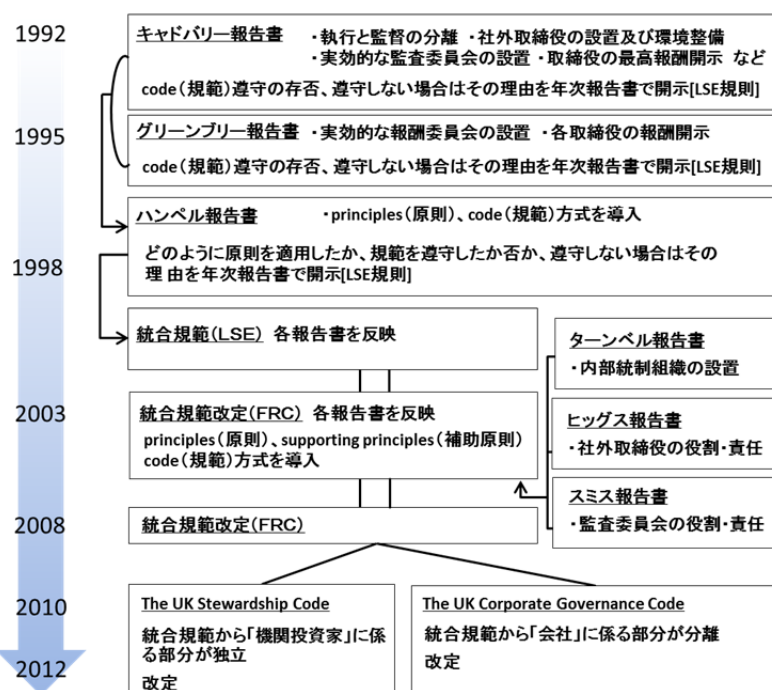
## 2. Comply or Explain ルールとは

Comply or Explain ルールは、今般の会社法改正案（第 327 条の 2）に導入されるとともに、自民党・日本経済再生本部の日本版コーポレートガバナンス・コードについての提言にも明記されたルールである。

当該ルールは、例えば会社法第 331 条第 4 項『取締役会設置会社においては、取締役は、三人以上でなければならない。』のように、規範を遵守しない場合は取締役会決議の無効事由となるような強制性を持った法の仕組みとは異なり、規範の遵守について直接の強制性はない。しかし、規範を遵守しない場合は、その不遵守の理由を説明することが強制される一種の開示規制であり、単なる努力義務規定と比べ、会社にとって一段高い遵守圧力を持ったルールとなっている。また、そのルールにより開示された情報にしたがい市場参加者による企業評価が行われることで、規範の実効性が担保される構造となっている。

当該ルールは、会社機関が実効的に機能するベストプラクティス（最良慣行）の蓄積という英米法的な発想を基礎としている一方で、多種多様な企業ごとの特徴に考慮し市場に対し説得力のある説明が可能ならばその最良慣行に従わなくても良いという企業自治を尊重する柔軟性を備えており、その柔軟性ゆえに英国のコーポレートガバナンスに関する指針であるコーポレートガバナンス・コードの基本的な枠組みとして 20 年以上維持されている（図 1 参照）。

図 1：英国におけるコーポレートガバナンス・コードの発展



(出所) 大和総研作成

### 3. 英国におけるコーポレートガバナンス・コードの発展

英国のコーポレートガバナンス・コードに関する制度は、1992年に作成されたキャドバリー報告書から現在の英国財務報告評議会（Financial Reporting Council）（以下、「FRC」という）によって公表されたThe UK Corporate Governance Code<sup>5</sup>（以下、「UK・CGコード」という）に至るまで、Comply or Explainルールを基本的な枠組みとしている。なお、各報告書（図1参照）の内容は、順次、ロンドン証券取引所（以下、「LSE」という）が上場規則に反映し、年次報告書への記載を義務化することで実効性が担保されてきた。

Comply or Explainルールは、キャドバリー報告書及びグリーンブリー報告書の段階では「(1) code（規範）を遵守したか否か、(2) 規範を遵守しない場合はその理由を説明しなければならない」という制度だった。しかし、ハンペル報告書及びそれを受けた統合規範において、新たに principle（原則）の概念が導入されたことで「(1) どのように原則を適用したか、(2) 規範を遵守したか否か、(3) 規範を遵守しない場合はその理由を説明しなければならない」という制度へ修正されている。これは、規範を形式的に満たしていれば問題ないとする教条主義的な考えに留まってしまいう企業が増加し、自社のあるべき企業統治の姿を探求することをやめてしまう弊害が見られたことや、各企業であるべき企業統治に違いがある中で、改定のたびにボリュームが増す規範を画一的に遵守させることへの問題点が指摘されたからである。

企業統治のあるべき姿を抽象的に示した原則の概念が導入されたことで、企業はまずその原則を自社に合わせてどのように適用しているかを説明することが求められるようになった。このことで、Comply or Explainルールは、より株主への説明に重点が置かれた制度となった。

このように英国におけるコーポレートガバナンス・コードは3～5年毎に追加・修正を繰り返し現在20年以上運用されている制度であり（図1参照）、非常に洗練された制度といえるだろう。現在は、EU諸国のみならず、新興国を含み世界70ヶ国以上で、コーポレートガバナンス・コードが採用されており、本制度は世界的な広がりを見せている<sup>6</sup>。日本においても今期通常国会にて審議中である「会社法の一部を改正する法律案」の第327条の2が、『The UK Corporate Governance Codeのように、「Comply or Explain（遵守するか、遵守しないときは説明せよ）」が求められるルールの一種として』<sup>7</sup>規律が機能し得ると言われており、制度設計上、参考にされたと考えられる。

<sup>5</sup>The UK Corporate Governance Code

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-September-2012.pdf>

<sup>6</sup> ニコラス・ベネシュ「他国にはどのようなコーポレート・ガバナンスコードがあるか」p16

<sup>7</sup> 岩原紳作「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説[1] 商事法務1975号p10

---

## 4. The UK Corporate Governance Code の構造

ここでは2012年にFRCから公表されたUK・CGコードの構造についてみてみよう。UK・CGコードは、A：リーダーシップ、B：有効性、C：説明責任、D：報酬、E：株主との関係の5つの章立てとなっている。主に取締役会の役割・使命、独立性・リーダーシップや、取締役に求められる資質や能力、取るべき行動基準、パフォーマンス評価や、株主とのコミュニケーションなどについて、Main Principles（主要原則）、Supporting Principles（補助原則）、Code Provisions（規範条項）の3つの要素で記述されている。主要原則及び補助原則は、あるべき企業統治の姿について達成すべき価値、方向性について抽象的に記載され、規範条項では、それら原則を達成するためにとるべき具体的なベストプラクティス（最善慣行）が記載されている。

UK・CGコードはComply or Explainルールを基礎としており、Financial Conduct Authority<sup>8</sup>（以下、「FCA」という）の上場規則において、企業は（1）主要原則をどのように適用したか（2）規範条項を遵守したか否か（3）不遵守の場合はその理由を年次報告書で説明することを求められている<sup>9</sup>。

以上のようなUK・CGコードの構成について理解を助けるために、UK・CGコードの「セクションB：有効性 - 1 取締役会の構成」（図2）を一例として抜粋する。本項目では主要原則で、取締役会及びその構成員に求められる資質や能力について、抽象的なあるべき姿が提示されており、補助原則で一段具体的な記載がされている。そして、規範条項にて、主要原則の独立性の資質について達成するためのベストプラクティスが、株主への説明責任と独立社外取締役の員数規定の形で具体化されていることが分かるだろう。

---

<sup>8</sup> LSEが有していた上場規則制定の権限は、現在、FCAが有している。

<sup>9</sup> United Kingdom Listing Authority listing rules LR 9.8.6

『(5) a statement of how the listed company has applied the Main Principles set out in the UK Corporate Governance Code, in a manner that would enable shareholders to evaluate how the principles have been applied;

(6) a statement as to whether the listed company has: (a) complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in the UK Corporate Governance Code; or (b) not complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in the UK Corporate Governance Code and if so, setting out: (i) those provisions, if any it has not complied with; (ii) in the case of provisions whose requirements are of a continuing nature, the period within which, if any, it did not comply with some or all of those provisions; and (iii) the company's reasons for non-compliance;』

## 図 2 : The UK Corporate Governance Code Section B: Effectiveness The Composition of the Board (抜粋・日本語訳)

### Main Principle (主要原則)

取締役会及び委員会は、各々の職務及び責任を有効に全うできるように、スキル、経験、独立性、会社に関する知識を適切に有すべきである。

### Supporting Principles (補助原則)

取締役会は、事業の要請に応えられる十分な大きさであるべきで、取締役会や委員会の構成の変更が大きな混乱なく行えるようにすべきであり、また同時にコントロールできないほどの大きさは避けるべきだ。

取締役会は、特定の個人や少数の構成員によって会社の意思決定が支配されないように、業務執行取締役と非業務執行取締役（特に独立非業務執行役）により適切に構成されるものとする。

委員会の構成員を更新し、特定の個人に過度の信頼をしないことは、議長や委員会の構成員を決定する際に考慮すべきである。

指名、監査、報酬委員会について委員会議長及び委員会の構成員以外は参加してはならない。ただし委員会の許可があればその限りでない。

### Code Provisions (規範条項)

#### B.1.1

取締役会は、独立性を有すると判断した非業務執行取締役を、年次報告書において明示するものとする。

取締役会は、当該取締役が地位及び判断において独立性を有しているか否か、当該取締役の判断に影響を与える可能性がある又は影響を与えると思われる関係若しくは環境がないかどうかを判断するものとする。

取締役会は、以下のような取締役の判断に影響のあるような関係及び環境が存在するにも関わらず、当該取締役が独立性を有していると判断するならば、その理由を説明するものとする。

- ・当該取締役が、直近 5 年間に会社またはそのグループ会社の従業員であった場合
- ・当該取締役が、直近 3 年間に会社と直接の重要な取引関係を有しているか又は会社のパートナー、株主、取締役若しくは上級従業員とそのような関係を有している場合
- ・当該取締役が、役員報酬以外に会社から別途報酬を受けていたか若しくは受けている場合、会社のストックオプション若しくは業績連動型報酬制度に参加している場合又は会社の年金制度の受給者である場合
- ・当該取締役が、会社の顧問、取締役又は上級従業員の近親者である場合
- ・当該取締役について相互就任の関係にある場合又は他の会社若しくは組織への関与を通して他の取締役と重要な関係を有している場合
- ・当該取締役が主要株主を代表する場合又は当該取締役の在任期間が最初の選任時から 9 年を超える場合

#### B.1.2

・FTSE350 構成の会社は、少なくとも取締役会の過半数（議長を除く）を取締役会が独立性を有すると判断した非業務執行取締役とするものとする。それ以外の会社は少なくとも 2 名以上の独立非業務執行取締役を選任するものとする。

(出所) THE UK CORPORATE GOVERNANCE CODE (2012) から大和総研作成

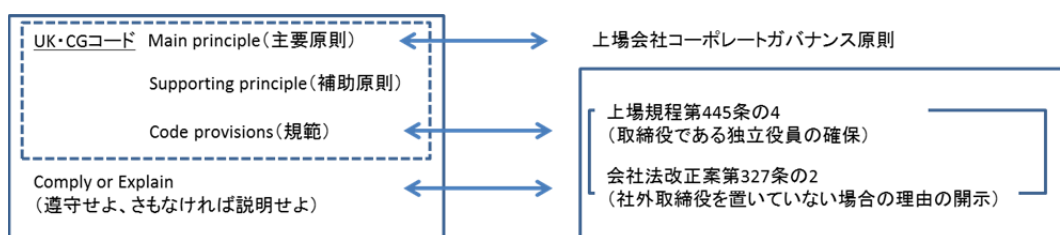
## 5. 日本におけるコーポレートガバナンス関連制度との比較

前項において英国のコーポレートガバナンス関連制度の中心である UK・CG コードを概観したが、翻って日本のコーポレートガバナンス関連制度は現在どのようになっているだろうか。

日本において、UK・CG コードの Main Principle(主要原則)及び Supporting Principles(補助原則)に類するものを挙げるとするならば、2004年に東京証券取引所(以下、東証という)により発行された「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」が代表的である。当該原則は個別具体的な規範を列挙するものではなく、コーポレートガバナンスの在るべき姿について抽象的な原則が記載されている点で、UK・CG コードの Principle(原則)などと同様である。ただし、当該原則は、UK・CG コードと異なり、Comply or Explainルールを採用したものではなく、あくまでも、コーポレートガバナンスの充実のために上場会社と株主が『共通する認識の基盤』として利用することが目的であるとされている<sup>10</sup>。そのため、会社が当該原則についての適用状況を公表する義務はない。

Code Provisions(規範条項)に類するものとしては、2014年2月5日に東証の有価証券上場規程が改正され、独立性のある社外取締役を少なくとも1名以上確保するよう努めなければならないとした努力義務規定<sup>11</sup>が置かれた。これは、2012年9月に法制審議会の「会社法制の見直しに関する要綱」の付帯決議を受けたものであり、これら会社法改正案及び東証規則は Comply or Explain ルールの機能を含み UK・CG コードにおける Code Provisions(規範条項)に近いものとなっている。以上を比較すると図3のようになる。

図3：UK・CGコードと今後の日本の社外取締役制度の比較



(出所) 大和総研作成

また、自民党・日本経済再生本部が公表した「日本再生ビジョン」においては、本稿2項目で紹介したとおり、社外取締役に関する事項だけではなく、『取締役など幹部の人

<sup>10</sup> 上場会社コーポレート・ガバナンス原則 <http://www.tse.or.jp/rules/cg/principles/>

<sup>11</sup> 有価証券上場規程第445条の4(取締役である独立役員の確保)

『上場内国株券の発行者は、取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努めなければならない。』

---

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についても、あるべき企業統治の具体的姿を示し、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』とされており、UK・CG コードに列挙された項目に近い形で規範条項を持った日本版コーポレートガバナンス・コードの導入が提言されている。

## 6. 日本版コーポレートガバナンス・コード導入議論について

冒頭でも紹介した通り、本年5月23日に自民党・日本経済再生本部が公表した「日本再生ビジョン」によると、今国会で成立予定の会社法改正による社外取締役制度改革だけでなくコーポレートガバナンス全体について、早ければ来年6月株主総会シーズンまでに、日本において欧州並みのコーポレートガバナンス・コードが制定される可能性がある。

「日本再生ビジョン」とは6月に予定されているアベノミクス第三の矢「日本再興戦略」の改定に提言を行うものとして自民党が作成したものであり、『1. 強い健全企業による日本再生、2. 豊かさ充実に向けた公的資金改革、3. 人間力の強化、4. 日本再生のための金融抜本改革、5. 起業大国 No. 1 の実現、6. 輝く女性の活躍促進、7. 成果の実感と実現を地方から』の以上の7つの柱で構成されている。日本版コーポレートガバナンス・コードの導入に関する提言は第1の柱である「強い健全企業による日本再生」に含まれている。多岐にわたる提言集であるが、その記載の順番が政策の重要度を示しているとも言われており、第1の柱の法人税改革の次にコーポレートガバナンス改革が記載されていることから優先度が高く認識されている政策であることが分かる。

背景には、少子高齢化と人口減少が進むと予想される日本において、いかに海外の投資家からの対内投資を増加させるかという問題意識がある。日本企業が低い収益性（低ROE）を克服し、企業価値の向上及び持続的な成長を達成するためには、経営者への適切なモニタリングがなされる体制が必要であるという考え方があろう。また、主要先進国のみならず新興国も含め多くの国でコーポレートガバナンス・コードが採用されるにあたって、海外の投資家に対して採用しない理由を説明することが難しくなっていること、特に取締役会が業務執行に関与する監査役会設置会社という海外投資家に誤解を受けやすい制度が主流である日本において、彼らに日本株を買ってもらうためには彼らへの広報が重要だということもあるだろう。

本年2月26日にコーポレートガバナンス・コードに先立って、日本版スチュワードシップ・コードが金融庁から公表されている。当該日本版スチュワードシップ・コード<sup>12</sup>によれば、機関投資家には、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解

---

<sup>12</sup> 「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》  
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>



---

に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任があり、一方、企業側は、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有しているとされている。また、企業側のこうした責務と機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」<sup>13</sup>であって、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待されるとされている。

このように、機関投資家は、あるべきコーポレートガバナンスをエンゲージメントや議決権行使、売買行動などで促進する、いわば、コーポレートガバナンス改革の推進役を担うわけである。しかし、機関投資家にとって、コーポレートガバナンスに関して、どのように日本企業を評価すればよいか悩みがある。現状では、企業によってコーポレートガバナンスに関する情報の公開状況も様々であり、評価の前提となる情報の入手が難しい企業もある。機関投資家が数多くの上場企業を評価するためには、まず、対象企業がコーポレートガバナンスに関する情報を発信している必要があり、特に、機関投資家が各企業のガバナンス体制について相対的な評価を行うためには、統一された何らかのプラットフォームが必要にならざるを得ないだろう。各企業が思い思いの項目でガバナンスレポートを作成する環境では、機関投資家による企業間の比較が難しいからだ。その点で、機関投資家にとって、コーポレートガバナンス・コードの導入は望ましいものと言えるだろう。

また、企業側から見ても、コーポレートガバナンス・コードの導入によるメリットはある。現状では、各機関投資家は、あるべきコーポレートガバナンスについて独自に基準を設けており、機関投資家はおおむね評価するだろうという基準を企業側が把握することは難しい。コーポレートガバナンス・コードの導入により、あるべきコーポレートガバナンスの姿が明確化され、機関投資家の評価に予測可能性が生まれることは、企業側にとっても望ましいことと考えられる。

---

<sup>13</sup>英国において、両者はもともと同一のコードであった。(図1参照)