

2015年1月15日 全20頁

# コーポレートガバナンス・コードと 金商法、会社法の論点 ①

## コーポレートガバナンス・コード原案の概略

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

### [要約]

- 2014年12月12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」は、「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～」(「コード原案」)をとりまとめた。
- これは、「OECDコーポレート・ガバナンス原則」をベースとしつつ、英国などにおける同様の原則・指針なども参考として、上場会社における実効的なコーポレートガバナンスの実現のための主要な原則(の原案)を定めたものである。
- 「コード原案」の定める規範については、基本的に「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)と「コンプライ・オア・エクスプレイン」(Comply or Explain)の考え方が採用されている。また、「コード原案」の意義について、いわゆる「攻めのガバナンス」が強調されていることも大きな特徴である。
- 「コード原案」は、今後、意見募集(パブリックコメント)の後、2015年2月頃にも最終的な形にまとめられ、東京証券取引所における必要な制度整備を行った上で、2015年6月1日からの適用が想定されている。
- 本稿では、「コード原案」の概略を紹介する。

### はじめに

2014年12月12日、金融庁と東京証券取引所(以下、東証)が共同事務局を務める「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」(座長:池尾和人慶應義塾大学経済学部教授)は、「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方(案)《コーポレートガバナンス・コード原案》～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」<sup>1</sup>(以下、「コ

<sup>1</sup> 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20141217-4.html>) に掲載されている。

ード原案) をとりまとめた。

いわゆるコーポレートガバナンス・コードは、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—<sup>2</sup> (『日本再興戦略改訂2014』) の中で、次のように、その策定が求められていたものである。その意味では、政府の進める成長戦略の一環としても位置付けることができるだろう。

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・果敢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。

また、持ち合い株式の議決権行使の在り方についての検討を行うとともに、政策保有株式の保有目的の具体的な記載・説明が確保されるよう取組を進める。さらに、上場銀行、上場銀行持株会社について少なくとも1名以上、できうる限り複数の独立社外取締役導入を促す。また、上場銀行持株会社の100%出資銀行子会社に関しても、独立社外取締役の導入について検討するよう促す。

(出所)『日本再興戦略改訂2014』pp. 30-31。

これを受けて開催されたのが、「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」である。「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」は、2014年8月以降、議論を重ね、このたび「コード原案」をとりまとめるに到ったのである。

「コード原案」については、2015年1月23日まで意見募集(パブリックコメント)が行われている。これに対して寄せられた意見などを踏まえて、2015年2月頃に最終的な形にまとめられるものと考えられる。その後、東証における規則改正など必要な制度整備を行った上で、2015

<sup>2</sup> 官邸のウェブサイト (<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>) に掲載されている。

年6月1日からの適用が想定されている（「コード原案」前文15）。

本稿では、まず「コード原案」の概略を紹介する。その上で、金融商品取引法、会社法、取引所規則など、各種の法令・規則との関係について、別レポートで論点を整理する予定である。

## 「コード原案」の概略

### (1) 「コーポレートガバナンス・コード」とは

「コード原案」は、「コーポレートガバナンス」について、「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・果敢な意思決定を行うための仕組み」（「コード原案」前文冒頭）と位置づけたうえで、自らについて「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたもの」（同前）と定義している。

これは、前記の「日本再興戦略改訂2014」の考え方を踏まえたものと思われる。

### (2) 「受託者責任」など

「コード原案」及びその定める規範は、基本的に「株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）」を根幹・基盤として構築されているものと考えられる（「コード原案」前文7）。ただし、次の点に留意する必要がある。

第一に、「株主に対する受託者責任」のターゲットとなる「株主」として、「中長期保有の株主」（「コード原案」前文8）を重視している点である。このことは、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」（同前文7）が、折に触れて強調されていることからもうかがうことができよう。他方、短期株主（短期投資家）については、「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」（同前文8）などと、どちらかといえば否定的なとらえ方がされているようだ。

第二に、「株主に対する受託者責任」だけではなく、「様々なステークホルダーに対する責務」も強調されている点である（「コード原案」前文7）。このことは、「コード原案」の中に、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」という独立の章（第2章）が立てられていることからもうかがうことができるだろう。もっとも、「株主に対する受託者責任」と「様々なステークホルダーに対する責務」との関係については、例えば、株主総会における議決権などのように明確に「株主」の権利と位置づけられるような場合などを除いては、「コード原案」の中で必ずしも明確に整理されているようには見受けられない。むしろ、「株主」と「株主以外のステークホルダー」を一体として、例えば、「株主等のステークホルダーに対する説明責任」などといった表現が、「コード原案」の中でしばしば見られる。あくまでも私見だが、「コード原案」は、

「株主以外のステークホルダー」に配慮することが、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」につながり、それが究極的には「中長期保有の株主」の利益にも合致する、との理念を前提としているように思われる。

### (3) 目的（「攻めのガバナンス」）

「コード原案」は、その方向性について、「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・果敢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」と説明している（「コード原案」前文7）。

「攻めのガバナンス」は、今回の「コード原案」を巡る議論における重要なキーワードの一つである。わが国に限ったことではないが、これまでコーポレートガバナンスを巡る議論は、往々にして企業不祥事を契機とすることが多く、「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」（「コード原案」前文7）することが多かったものと考えられる。それに対して、今回の「コード原案」を巡る議論では、政府の進める成長戦略の一環として位置付けられていることもあり、「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」（同前）があるとされている。これは、ある意味では、本来あるべき「コーポレートガバナンス」に立ち帰った議論だと評価できるかもしれない。

もっとも、「攻めのガバナンス」が具体的に何を意味するのかについては、なお、議論の余地があるように、筆者には思われる。この問題についての「コード原案」の説明は次の通りである（「コード原案」前文7）。

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。……中略……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。

また、池尾座長が「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8回）に提出した意見<sup>3</sup>の中でも、「独立社外取締役」を例に、次のような説明がなされている。

<sup>3</sup> 池尾和人「『本コード（原案）の目的』の7. に関する経済学的理解」（平成26年12月12日）。  
<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20141212/03.pdf>

独立社外取締役の存在は、経営者が適切な努力を行っていたにもかかわらず、不運な事態に陥った場合において過度の結果責任を求められることを免れる「保険」としての側面をもっている。保険なしの場合よりも保険をかけていた方が果敢なリスクテイクが可能になる。

これは、要するに、意思決定過程の合理性・客観性が確保されているのであれば、結果的に失敗して、会社に損害が生じたとしても、事後的に結果責任（株主代表訴訟を通じた損害賠償など）を負うことはないという、いわゆる「経営判断の原則」を「コード原案」としてサポートしていこうということであろう<sup>4</sup>。また、それを通じて、健全な「攻め」の経営を促そうということでもあろう。

こうした説明は、今般のコーポレートガバナンスを巡る議論で、しばしば見受けられたものであり、それ自体に一定の合理性があることは確かだろう。ただし、こうした説明は、経営者は、実際には「果敢なリスクテイク」を行う意思と能力を有しているにもかかわらず、「結果責任を問われることを懸念」するあまり、委縮して、その力を発揮できないでいるという現状認識を前提としているものと考えられる。

しかし、他方、「わが国の経営者は、従業員からの出世の終点としてなる場合がほとんど」<sup>5</sup>であり、経営者人材の流動性も乏しいため、そもそも「経営者は、ほっておいたのでは、リスクをとる経営はせず、リスク回避的行動を取りがちとなる」<sup>6</sup>との指摘も存在する。仮に、こうした指摘を踏まえるのであれば、私見だが、「攻めのガバナンス」を論じる以上、本来、「健全な企業家精神」の発揮や「果敢なリスクテイク」に向けたインセンティブのあり方や、「健全な企業家精神」や「果敢なリスクテイク」についての意思や能力を有さない経営者を必要があれば交代させる仕組みなども含めた、より広範な経営者に対する規律付けを取り上げなければ意味がないように思われる。

この点について、「コード原案」の前文には、特段の言及はない。ただ、具体的な諸原則の中には、経営陣の評価や人事に関する規定がある（「コード原案」原則4-3など）。「攻めのガバナンス」を追求する上で、経営陣の評価や人事に関する規定をどのように運用すべきかについて、今後、さらに議論を深める必要があるかもしれない。

#### (4) 規範としての位置づけ① ～「プリンシプルベース・アプローチ」

「コード原案」は、自らの規範としての位置づけについて、「会社が取べき行動について詳

<sup>4</sup> もちろん、「コード原案」が「経営判断の原則」をサポートしているからといって、個別案件について裁判所がそれを認めるとは限らないことはいうまでもない。

<sup>5</sup> 落合誠一「会社法要説」（有斐閣、2010年）p. 94。

<sup>6</sup> 落合誠一「会社法要説」（有斐閣、2010年）p. 94。



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）を採用するものとしている（「コード原案」前文 10）。

「プリンシプルベース・アプローチ」とは、一般に、詳細なルールを設定するのではなく、主要な原則を示して、対象者（ここでは上場会社）による、それに沿った自主的な取組みを促す手法だとされている。似た考え方としては、金融庁が、2007 年に金融機関等の監督に関して示した「金融規制の質的向上（ベターレギュレーション）」の中で掲げる「プリンシプル・ベースの監督」がある<sup>7</sup>。

「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」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**」としている（「コード原案」前文 10、下線太字は筆者による）。つまり、画一的な規範を強制するのではなく、あくまでも個別企業の業種、規模、機関設計などに応じた対応を柔軟に認めようということである。

もともと、このことは、「プリンシプルベース・アプローチ」が規範として「緩い」、「甘い」ものであることを意味するわけではない。むしろ、「コード原案」の対象となる会社にとっては、重い対応が必要となることが想定される。

確かに、「プリンシプルベース・アプローチ」の下では、「コード原案」で示された原則（プリンシプル）を達成できるのであれば、特定の「手段」・「行動」が強制されることはない。この点において、特定の「手段」・「行動」が、常に義務付けられる「ルールベース・アプローチ」と大きく異なっている。

しかし、そのことは、対象となる会社が、想定される多数の選択肢の中から、自社にとって、原則（プリンシプル）を達成するために最善の「手段」・「行動」を自ら選び出さなければならないことを意味している。加えて、株主等のステークホルダーに対する説明責任の観点から、「なぜ、自社にとって、この『手段』・『行動』が最善であると判断したのか」などを合理的に説明できなければならない。

このような対応をするためには、原則（プリンシプル）の表面的・形式的な文言ではなく、その「趣旨・精神」を正しく理解しなければならない。そして、原則（プリンシプル）に照らして、自社のガバナンス上、どのような問題が存在しているかを洗い出し、それらの問題に対応するための体制を構築する必要がある。さらに、その構築した体制が適切に機能しているか否かを、事後的に検証し、必要があれば、それを修正していくことも不可欠だろう。しかも、こうしたプロセスを、自らの責任において、株主等のステークホルダーに対する説明責任も果たしつつ、実施しなければならないと考えられる。少なくとも経営トップ自らが原則（プリンシプル）をよく理解した上で、その達成に積極的に取り組まなければ実現は困難だろう。

<sup>7</sup> 金融庁ウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/policy/br-pillar4.html>）参照。

なお、「コード原案」は、株主等のステークホルダーに対しても、会社との対話を行うに当たって、「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」と注文している。つまり、株主等のステークホルダーの側についても、「コード原案」の原則（プリンシプル）の表面的・形式的な文言ではなく、その「趣旨・精神」を正しく理解して、例えば、いわゆる日本版スチュワードシップ・コード<sup>8</sup>に基づく「目的を持った対話」（エンゲージメント）を臨むことが求められるということだろう。

## (5) 規範としての位置付け② ～コンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain )

「コード原案」は、法令とは異なり法的拘束力を有していない（「コード原案」前文 11）。

また、上場会社は、「コード原案」の要求する「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」（「コード原案」前文 12）。つまり、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain)」の考え方にに基づき、「自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、それを『実施しない理由』を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないこと」も許容されている（「コード原案」前文 11）。これは、基本的に「英国・コーポレートガバナンス・コード(The UK Corporate Governance Code)」<sup>9</sup>（以下、「英国コード」）などを踏まえたものと考えられる（「英国コード」 “Comply or Explain” など参照）。

ちなみに、時折、誤解されることがあるが、「コンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain)」は、「形ばかりの言い訳をすれば、何をしても許される」という趣旨ではない。本来、「規範」を「コンプライ(遵守)」することが「原則」であり、「例外」的に遵守しない場合には、十分に合理的な「エクスプレイン(説明)」が求められることは言うまでもない。

事実、「コード原案」も「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**」（「コード原案」前文 12、下線太字は筆者による）とクギを刺している<sup>10</sup>。

<sup>8</sup> 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>) に掲載されている。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～である。

<sup>9</sup> 英国 Financial Reporting Council (FRC) の下記ウェブサイトに掲載されている。

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>

なお、本稿では、特に断らない限り、「英国コード」の日本語訳は、平成 26 年 10 月 20 日開催の「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 4 回）」に「参考資料 1」として提出された「英国・コーポレートガバナンス・コード（仮訳）（2014 年 9 月改訂）」から引用している。同資料は、金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20141020/07.pdf>) に掲載されている。

<sup>10</sup> 「英国コード」では、会社による「エクスプレイン(説明)」のあり方について、「自社の実際の活動[代替手段]が当該「各則」の上位に位置する「原則」とどう整合するのか、優れたガバナンスにどう貢献するのか、事業目的の達成をいかに推進するのか、について説明に努めるべきである。会社は、背景を説明し、取ろうとし

同時に、「コード原案」は、株主等のステークホルダーに対しても、「コンプライ・オア・エクスプレイン」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**」（「コード原案」前文 12、下線太字は筆者による）と注文をしている<sup>11</sup>。

## (6) 適用対象

「コード原案」は、原則として、「我が国取引所に上場する会社を適用対象とする」ものとされている（「コード原案」前文 13）。

ただし、本則市場（市場第一部、市場第二部）以外の市場（マザーズ市場、JASDAQ 市場など）に上場する会社については、「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」があることから、今後、東証において「整理がなされること」が想定されている（「コード原案」前文 13）。

## (7) 「基本原則」

「コード原案」に基づく規範は、「基本原則」（5 項目）、「原則」（30 項目）、「補充原則」（38 項目）の 3 段階で構成されている。最上位の「基本原則」は、抽象的・一般的な原則（プリンシプル）を定めており、下位の「原則」、「補充原則」が、これをブレイクダウンした細目を規定している。

わが国の「コード原案」の「基本原則」を、「OECD コーポレートガバナンス原則」<sup>12</sup>（以下、「OECD 原則」）の「原則（Principle）」、「英国コード」の「主要原則（Main Principle）」と対照させると 10～16 ページの図表のように整理できるだろう。

---

ている行動[代替手段]の明確な合理的根拠を提供し、[代替手段によって]何らかの付加的なリスクが生じるようであれば、これに対応しつつ、関連する「原則」との調和を維持するための軽減措置について説明を行うべきである」としている（「英国コード」 “Comply or Explain” 3 項）。

<sup>11</sup> 「英国コード」では、「株主は、会社の説明に説得力がない場合には異論を述べる十分な権利を有する一方で、機械的な評価を行うべきではなく、また本コードからの逸脱を自動的に違反行為として取り扱うべきではない。株主は、会社からのこうした説明には注意深く反応すべきであり、『コンプライ・オア・エクスプレイン』の趣旨を踏まえるとともに、優れたコーポレート・ガバナンスの目指すものは何なのか、を念頭に置くべきである」としている（「英国コード」 “Comply or Explain” 4 項）。

<sup>12</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) の下記ウェブサイトに掲載されている。

<http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>

なお、本稿では、特に断らない限り、「OECD 原則」の日本語訳は、平成 26 年 9 月 4 日開催の「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 2 回）」に「参考資料 1-1」として提出された「OECD コーポレートガバナンス原則」から引用している。同資料は、金融庁のウェブサイト

<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140904/06.pdf> に掲載されている。



単純比較はできないが、これを見る限り、「コード原案」が定める規範の内容は、前述の「日本再興戦略改訂 2014」にもあるように、「OECD 原則」をベースにして策定されたものと考えられる。もっとも、他国のコードなども参考をしているほか、経済・社会環境など、わが国の事情を踏まえた独自性も加味されていることが指摘できよう。

例えば、「コード原案」の「基本原則」の構成は、概ね「OECD 原則」に準じたものとなっているが、「株主との対話」の項目については、「英国コード」などに倣ったものと思われる。

また、「取締役会の責務」について、「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」が明記されているが、これも「攻めのガバナンス」を強調する（あるいは強調しなければならない）わが国の事情を踏まえたものと思われる。そのほか、2014 年に成立した「会社法の一部を改正する法律」（会社法改正法）が施行されれば、上場会社について3つの機関設計（監査役会設置会社、指名委員会等設置会社（現行の委員会設置会社）、監査等委員会設置会社）が併存することが予定されていることを踏まえた規定が設けられているのも、わが国の固有の事情といえることができるだろう。

なお、「英国コード」の「主要原則」は、取締役会の責任・役割について詳細な規定を定めているが、これらに相当する規定が、わが国の「コード原案」では、（上位の「基本原則」ではなく）下位の「原則」、「補充原則」に定められている場合があることに留意する必要がある。例えば、「英国コード」第D章が定める経営陣の報酬に関する規定は、わが国の「コード原案」では、「原則4-2」や「補充原則4-2①」などに定められている。

図表 「コード原案」の「基本原則」、「OECD原則」の「原則 (Principle)」、「英国コード」の「主要原則 (Main Principle)」

	「コード原案」の「基本原則」	「OECD原則」の「原則 (Principle)」	「英国コード」の「主要原則 (Main Principle)」
総論	— (注1)	<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>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、透明で効率的な市場を促進し、法の原則(注2)と整合的で、異なる監督・規制・執行当局間の責任分担を明確にするものでなければならない。</p>	— (注1)
株主の権利	<p><b>【株主の権利・平等性の確保】</b></p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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疑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。</p>	<p>II. 株主の権利及び主要な持分機能(注3)</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、株主の権利を保護し、また、その行使を促進するべきである。</p> <p>III. 株主の平等な取扱い</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、少数株主、外国株主を含む、全ての株主の平等な取扱いを確保するべきである。全ての株主は、その権利の侵害に対して、有効な救済を得る機会を有するべきである。</p>	<p>第E章 株主との関係(第2段落)</p> <p>取締役会は、株主と意思疎通を図り、株主の参加を促すために株主総会を活用すべきである。</p>

(注1) 「コード原案」及び「英国コード」では、総論的な記述は、基本的に「序文」、「前文」に置かれている。

(注2) 原文では、「法の支配」を意味する“rule of law”という表現が用いられている。

(注3) 原文では、“ownership function”とされている。その意味では、「所有者(オーナー)としての機能・役割」といった方が、ニュアンスは近いかもしれない。

	「コード原案」の「基本原則」	「OECD原則」の「原則 (Principle)」	「英国コード」の「主要原則 (Main Principle)」
ステークホルダーとの関係	<p><b>【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】</b></p> <p>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。</p> <p>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。</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（利害関係者）の役割</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、法律または相互の合意により確立されたステークホルダー（利害関係者）の権利を認識すべきであり、会社とステークホルダー（利害関係者）の積極的な協力関係を促進し、豊かさを生み出し、雇用を創出し、財務的に健全な会社の持続可能性を高めるべきである。</p>	—（注4）

（注4）「英国コード」の「主要原則 (Main Principle)」には、ステークホルダーとの関係に関する記述は見受けられないが、「序文」に、これに相当する記述がある（序文8）。

	「コード原案」の「基本原則」	「OECD原則」の「原則 (Principle)」	「英国コード」の「主要原則 (Main Principle)」
開示	<p><b>【適切な情報開示と透明性の確保】</b></p> <p>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。</p> <p>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。</p>	<p>V. 開示及び透明性</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の財務状況、経営成績、株主構成、ガバナンスを含めた、会社に関する全ての重要事項について、適時かつ正確な開示がなされることが確保されるべきである。</p>	<p>第C章 説明責任</p> <p>取締役会は、会社の現状と展望に関する、公正でバランスが取れた理解容易な評価 [assessment] を公表すべきである。</p> <p>取締役会は、その戦略目標 [strategic objectives] を達成するに当たり、取ろうとしている主要なリスクの性質と範囲を特定する (注5) 責務を負う。取締役会は、健全なリスク管理と内部統制システムを維持すべきである。</p> <p>取締役会は、事業報告 [corporate reporting] やリスク管理・内部統制原則をどのように実施するかについて、また、外部会計監査人との適正な関係の維持について、公式かつ透明な仕組みを確立すべきである。</p>

(注5) 原文では、“...responsible for determining the nature and extent...” とされている。その意味では、(リスクの性質や範囲を)「定める、画する」といった方が、ニュアンスは近いかもしれない。

	「コード原案」の「基本原則」	「OECD原則」の「原則 (Principle)」	「英国コード」の「主要原則 (Main Principle)」
取締役会	<p><b>【取締役会等の責務】</b></p> <p>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、</p> <p>(1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと</p> <p>(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</p> <p>(3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役員及び執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと</p> <p>をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。</p> <p>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。</p>	<p>VI. 取締役会の責任</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の戦略的方向付け、取締役会による経営陣の有効な監視、取締役会の会社及び株主に対する説明責任が確保されるべきである。</p>	<p>第A章 リーダーシップ</p> <p>すべての会社は、会社の長期的な成功に共同して責任を負う、実効性の高い取締役会 [effective board] によって統率されるべきである。</p> <p>会社において、取締役会の運営を担う責務と、事業の経営を担う責務（注6）とでは、明確に責務の分担がなされるべきである。何人も、制約のない決定権限を持つべきではない。</p> <p>取締役会議長は、取締役会においてリーダーシップを発揮することと、取締役会がいかなる役割を果たす場合にも実効性の高いもの [effective] であることについて、責務を負う。</p> <p>単体構造の取締役会のメンバーたる者の役割の一つとして、非業務執行取締役は、戦略に関する提案について、建設的な議論を挑むとともに（注7）、より良いものとするよう支援すべきである。</p>



		<p>第B章 取締役会の有効性</p> <p>取締役会とその下にある委員会は、スキル、経験、会社からの独立性、会社についての知識に関して適正なバランスを有し、その義務[duties]と責務[responsibilities]を効果的に果たせるようになっているべきである。</p> <p>新たな取締役の任命については、正式で[formal]厳格かつ透明性ある手続が定められるべきである。</p> <p>すべての取締役は、その責務を有効に果たすにあたり十分な時間を会社のために割くことが可能であるべきである。</p> <p>すべての取締役は、取締役会に加わるにあたって就任ガイダンス[induction]を受けべきであり、また、そのスキルと知識を随時(注8)更新・アップデートすべきである。</p> <p>取締役会は、自己の責務を果たすのに適した形式と品質の情報を、タイムリーに提供されるべきである。</p> <p>取締役会は、取締役会、その委員会、および個々の取締役について、正式かつ厳格な年次評価を実施すべきである。</p>
--	--	--

			<p>すべての取締役は、継続して良好なパフォーマンスをあげていることを条件として、定期的に再任手続に付されるべきである。</p> <p>第D章 報酬</p> <p>業務執行取締役の報酬は、会社の長期的成功を促進するように設計されるべきである。業績連動部分は、透明性があり、長期の時間軸に即し、厳格に適用されるべきである。</p> <p>業務執行役員の報酬方針を策定し、また、個々の取締役の報酬パッケージを確定するに当たっては、正式かつ透明性ある手続が定められているべきである。いかなる取締役も、自らの報酬決定には関与すべきではない。</p>
--	--	--	--

(注6) 原文では、“the executive responsibility” とされている。その意味では、モニタリング機能を担う取締役（会）と対置した「業務執行者としての責務」を意図したものと考えられる。

(注7) 原文では、“constructively challenge” とされている。「補助原則 (Supporting Principle)」も併せて読む限り、「経営のパフォーマンス」の精査、「業績の報告・公表」のモニターなど、単なる「議論」よりも広い活動を念頭に置いているようにも思われる。

(注8) 原文では、“regularly”（定期的に）となっている。

	「コード原案」の「基本原則」	「OECD原則」の「原則 (Principle)」	「英国コード」の「主要原則 (Main Principle)」
株主との対話	<p><b>【株主との対話】</b></p> <p>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。</p> <p>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。</p>	—	<p>第E章 株主との関係（第1段落）</p> <p>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 [dialogue] を行うべきである。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っている。</p>

（出所）「コード原案」、「OECD原則」、「英国コード」を基に大和総研金融調査部制度調査課作成。なお、「OECD原則」の日本語訳については、平成26年9月4日開催の「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2回）」に「参考資料1-1」として提出された「OECDコーポレート・ガバナンス原則」から、「英国コード」の日本語訳については、平成26年10月20日開催の「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4回）」に「参考資料1」として提出された「英国・コーポレートガバナンス・コード（仮訳）」から引用した（脚注8、11参照）。ただし、いずれも注釈は筆者による。

## (8) 「原則」、「補充原則」

前述の通り、「コード原案」の定める規律のうち、最上位の「基本原則」は、抽象的・一般的な原則（プリンシプル）を定めているのに対して、下位の「原則」、「補充原則」が、これをブレイクダウンした細目を規定している。

もともと、同じ細目であっても、情報開示や説明などを求めるもの、体制や機関などの整備を求めるもの、検討や検証などを求めるものなど、多様な規律が存在している。さらに、そこで求められる内容も、一般的な事項、例示的な事項、具体的な事項など多岐にわたっている。

一例を掲げると次のようになる。

### 【情報開示や説明などを求めるもの】

「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。」（補充原則 1－2 ①）

「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 1－4）

### 【体制や機関などの整備を求めるもの】

「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に開催するなど、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。」（補充原則 4－8 ①）

「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。……以下、略……」（原則 4－8）

### 【行動や対応などを求めるもの】

「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用を含む多様性の確保を推進すべきである。」（原則 2－4）

「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。」(補充原則1-2④)

#### 【検討や検証などを求めるもの】

「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。」(補充原則1-1①)

#### 【特定の行為を否定するもの】

「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。」(補充原則1-5①)

(注) 下線は筆者による。

なお、「コード原案」が定める規律の対象となる者(名宛人)については、主として「上場会社は……べきである」、「取締役会は……べきである」とされていることが多い。ただし、規律によっては、それ以外にも、「取締役」、「独立社外取締役」、「経営陣幹部」、「監査役会」、「監査役」、「株主」などを名宛人とするものも存在している。

一例を挙げると次の通りである。

#### 【「取締役」を名宛人とする例】

「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。……以下、略……」(原則4-13)

#### 【「独立社外取締役」を名宛人とする例】

「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。」(補充原則4-8②)

#### 【「経営陣幹部」を名宛人とする例】

「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。」(補充原則4-1②)

#### 【「監査役」、「監査役会」を名宛人とする例】

「……前略……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。」(補充原則4-4①)

#### 【「外部会計監査人」を名宛人とする例】

「外務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。」(原則3-2)

#### 【「株主」を名宛人とする例】

「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。」(補充原則5-1③)

(注) 下線は筆者による。

## おわりに

前述の通り、今後、「コード原案」についての意見募集(パブリックコメント)の結果などを踏まえて、最終的な「コーポレートガバナンス・コード」がまとめられる予定である。その後、東証における規則改正など必要な制度整備を行った上で、2015年6月1日からの適用が想定されている。

もっとも、適用開始までの時間があまりないことから、「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」(「コード原案」前文15)も想定される。そのため、「コード原案」は、上場会社が「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」(同前)との見解を示している。つまり、一種の移行措置として、自社の個別事情に照らして「実施しない理由」ではなく、「今後の取組み予定や実施時期の目途」の「説明(エクスプレイン)」を認めるという趣旨であろう。

「コーポレートガバナンス・コード」を実際に適用するに当たっては、金融商品取引法、会社法、取引所規則など、各種の法令・規則との関係も整理する必要があるものと考えられる。「コード原案」を前提とすれば、例えば、次のような論点が考えられるだろう。

- ◇会社法上の社外取締役に関する規定や、取引所規則に基づく独立役員制度との関係
  - ◇株主総会に関連する諸手続との関係
  - ◇有価証券報告書等における情報開示との関係
  - ◇日本版スチュワードシップ・コードとの関係
- など

これらの論点については、順次、別レポートで取り上げていきたい。