



# コーポレートガバナンス・コード の策定について

金融庁総務企画局 企業開示課長

油布 志行

昨年6月24日に閣議決定された『日本再興戦略』改訂2014においては、いわば一丁目一番地の施策として「コーポレートガバナンスの強化」が取り上げられ、上場会社に適用される「コーポレートガバナンス・コード」を、本年の株主総会シーズンに間に合うように策定することが明記された。

これを受けて、昨年8月、金融庁と東京証券取引所が共同で事務局を務める「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。以下、「有識者会議」という。）が設置された。有識者会議は、計8回にわたり議論を重ね、同年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基本的な考

え方（案）を「コーポレートガバナンス・コード原案」（以下「コード（原案）」という。）の形で取りまとめた。その後コード（原案）は、速やかにパブリック・コメントに付されたが、最終的には東京証券取引所において、パブリック・コメント後のコード（原案）をその内容とする「コーポレートガバナンス・コード」が制定される予定である。

本稿は、昨年12月12日に取りまとめられ、パブリック・コメントに付されたコード（原案）の策定の意義等について解説するものである（本稿において意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であることをお断りしておく）。

## ■ 1. コード（原案）の目的・スタンス

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。コード（原案）

### — <目次> —

1. コード（原案）の目的・スタンス
2. 「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」
3. コード（原案）の構成と概要

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・果敢な意思決定を行うための仕組み」を意味しており、コード（原案）には、これを前提とした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が盛り込まれている。

コーポレートガバナンスという、会社における不祥事の防止といった側面が思い浮かぶかもしれないが、コード（原案）は、そのような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、収益力・資本効率等の改善につながるような「攻めのガバナンス」を目指すものである。

確かに、コード（原案）には、会社に対して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ようなことを懸念して、自ずとリスク回避的な方向に偏るおそれもある。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發揮しつつ経営手腕を振るうことができるような環境を整えることを狙いとしている。

次に、コード（原案）は、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」ことを明記している（基本原則1「考え方」）。

その際、株主については、資本提供者として「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」（同上）とされる一方、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会など「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」と述べ、「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」という立場をとっている（基本原則2「考え方」）。

また、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。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り組みは、昨年2月に策定された『「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「スチュワードシップ・コード」という。）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と考えら

れる。その意味において、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ている。

## ■ 2. 「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」

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。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。

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」に基づいているほか、「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない原則がある場合には、その理由を説明するか）の手法を採用している。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法は、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。

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とするものではないことには十分な留意が必要である。会社側のみならず、株主等の側においても、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。例えば、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（エクスプレイン）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。

## ■ 3. コード（原案）の構成と概要

『日本再興戦略』改訂2014』において、コーポレートガバナンス・コードは、「OECDコーポレートガバナンス原則」（以下、「OECD原則」という。）を踏まえて策定することとされている。このOECD原則は、各国においてコーポレートガバナンス・コード等の策定が行われるに際して、広く参照されているもので、①株主の権利の保護、②株主の平等な取扱い、③株主以外のステークホルダーの役割、④開示と透明性、⑤取締役会の責任、といった広範な

項目について原則的な考え方を示している。

コード（原案）においては、OECD原則に掲げられているこれらの項目（このうち、「①株主の権利の保護」と「②株主の平等な取扱い」は、ちょうど現在改訂作業中のOECD原則改訂案と、本コード（原案）においては、1つの項目にまとめられている）に加え、「株主との対話」について新たに一項目が設けられている。これは、前述のとおり、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードとを、車の両輪として機能させていくことにより、実効的なコーポレートガバナンスの実現を図っていく、という考え方に基づくものである。

コード（原案）では、こうした考え方のもと、コーポレートガバナンスをめぐる様々な分野に亘る諸原則が体系的に整理されており、それらは、全体で5つの基本原則、30の原則及び38の補充原則から構成されている。詳細についてはコード（原案）そのものをご参照いただきたいが、その概要は、以下のとおりである。

まず、「第1章 株主の権利・平等性の確保」では、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、との基本原則が記載されている。また、株主総会招集通知の早期発送等の株主の権利の実質的な確保を図っていくための対応（原則1-2）などが記載されている。このほか、上場会社がいわゆる政策保有株式（相互持ち合いだけに限られない）として上場株式を保有する場合には、「政策保有に関する

方針を開示する」とともに、「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」を対外的に行い、また、「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」こと（原則1-4）などが盛り込まれている。

「第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働」では、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との適切な協働に努めるべきとの基本原則が記載されている。また、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティをめぐる課題に対する適切な対応（原則2-3）、社内における女性の活用を含む多様性の確保の推進（原則2-4）などが盛り込まれている。

「第3章 適切な情報開示と透明性の確保」では、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との基本原則が記載されている。その際に、取締役会は、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り、個々の原則においても、経営理念や経営戦略、経営計画等に関する主体的な情報発信（原則3-1）などが盛り込まれている。

「第4章 取締役会等の責務」では、取締役会が、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り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、との基本原則が記載されている。

そのうえで、取締役会がそうした役割・責務を適切に発揮していくために、独立社外取締役の活用についても検討が行われていくべきであるとされている（原則4-6及び4-7）。また、具体的には「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」であるとされ（原則4-8）、「上場会社はそのような資質を十分に備えた独立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、そのための取組み方針を開示すべきである。」とされている（原則4-8）。これは、原則4-8及びその「背景説明」にも記載されているとおり、独立社外取締役については、単にこれを設置しさえすれば会社の成長が図られる、という捉え方ではなく、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、との考え方に基づくものである。

「第5章 株主との対話」では、上場会社は、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うべき、との基本原則が記載されている。

また、基本原則5の「考え方」部分においては、株主との平素からの対話を強調する理由として、具体的な経営戦略や経営計画などについて株主の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ことが挙げられている。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」との指摘も記載されている。

こうした考え方のもと、コード（原案）においては、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（原則5-1）などが盛り込まれている。

このように、コーポレートガバナンス・コードがスチュワードシップ・コードの適切な活用と相まって、いわば車の両輪として機能しつつ、実効性の高いコーポレートガバナンスが実現されていく姿を描いていることは、本コード（原案）の特色の一つと位置づけることができよう。

