

COMMENTARY



コーポレートガバナンス・コード（原案）の公表と 対応策の検討

2014年12月17日、「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～」（以下「本コード（原案）」）が公表され、パブリックコメント期間（2015年1月23日まで）が開始した。本稿は、速報ベースで、本コード（原案）の概要と対応策の検討が必要な主要な事項をとりあげる。

本コード（原案）の経緯及び背景

本コード（原案）は、2014年6月に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2014」の方針に基づき、金融庁と東京証券取引所（以下「東証」）を共同事務局として、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（座長池尾和人慶応義塾大学教授）（以下「有識者会議」）において2014年8月から12月まで合計8回の議論を経て取りまとめられた。本コード（原案）は、2014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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」（以下「日本版スチュワードシップ・コード」）に続き、いわゆるアベノミクスの成長戦略の一環として取りまとめられたものであ

る。有識者会議では「『日本再興戦略』改訂2014」における方針、すなわち日本企業の「稼ぐ力」を向上させるための政策として、東証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（以下「OECD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という方針に従い、OECD原則の内容に沿って議論された。そのため、本コード（原案）の内容はOECD原則の趣旨を踏まえたものとなっている。

今後、2015年2月に有識者会議第9回会合が開催され、パブリックコメントの結果を踏まえて「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方」を確定のうえ、東証において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」（以下「本コード」）が策定される。本コードは現在2015年6月適用の予定である。

本コードの目的

本コード（原案）では、会社が株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめとして、顧客・従業員・地域社会その他の様々なステーク

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としたうえで、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」の実現を目指すという目的が述べられている（序文 7 項前段）。

本コード（原案）では、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が置かれている。そして、仮に会社におけるガバナンス機能が十分に働かない場合には、経営の意思決定過程の合理性が確保されないこととなり、その結果、経営陣が結果責任を問われることを懸念してリスク回避的な方向に偏るおそれがあること、このような状況こそが会社としての果断な意思決定や事業活動に対する阻害要因となることから、本コード（原案）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、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（序文 7 項後段）。

「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」

本コード（原案）の規範は、基本原則、原則、補充原則から構成され、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に、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）が採用されている。すなわち、会社がと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、関係者が原則（プリンシプル）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、という「プリンシプルベース・アプローチ」がとられている（序文 9 項、10 項）。

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、「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）の手法が採用されている。そのため、上場会社は、本コード（原案）の各原則の中に、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が想定されている。すなわち、本コード（原案）の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（序文 11 項、12 項）。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法は、すでに日本版スチュワードシップ・コードにおいて採用されているが、日本において馴染みが薄い面がある。そのため、本コード（原案）では、関係者に対する注意として、株主等のステークホルダーの側において、本コード（原案）の各原則の文言・記載を表面的に捉え、会社がその一部を実施していないことだけをもって、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、とするとともに、この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とする。会社の側においても、「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って、ひな型的な表現による表層的な説明は「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に反する、と警鐘を鳴らしている（序文 12 項）。

本コードと機関設計との関係

我が国の上場会社は、監査役会設置会社のほか、指名委員会等設置会社、さらに 2015 年 5 月施行予定の監査等委員会設置会社の 3 つの機関設計のうち、いずれかを選択することができる。そのため、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ように、コーポレートガバナンスにおける

主要な原則を示している（序文 14 項前段）。

ただし、我が国の多くの上場会社が監査役会設置会社であることから、本コード（原案）には、監査役会設置会社を想定した原則（監査役・監査役会にかかる原則）が置かれている。それらについては、監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社においては、その機関設計に応じて適宜読替えを行った上で適用することとなる（序文 14 項後段）。

本コード（原案）の検討

本コード（原案）は、上記のとおり、OECD 原則の趣旨を踏まえて取りまとめられ、章立ては、同原則を参照のうえ、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 取締役会等の責務と続き、これに第 5 章として OECD コードにはない「株主との対話」が追加されている。

なお、本コード（原案）は、日本版スチュワードシップ・コードと本コードとが、いわば「車の両輪」の関係にあるとしたうえで、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、とする（序文 8 項）。以下では、本コード（原案）のうち上場会社において方針・基準の策定や開示などの準備が必要となる事項を中心として、検討すべき主要な事項を概観する。

取締役会の役割・責務（基本原則 4）

本コード（原案）では、取締役会の主要な役割・責務として、(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、及び(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が示され、監査役会設置会社、指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社のいずれの機関設計に

本コード（原案）の構成

<p>【基本原則 1】株主の権利・平等性の確保</p> <p>原則 1-1 株主の権利の確保 原則 1-2 株主総会における権利行使 原則 1-3 資本政策の基本的な方針 原則 1-4 いわゆる政策保有株式 原則 1-5 いわゆる買収防衛策 原則 1-6 株主の利益を害する可能性のある資本政策 原則 1-7 関連当事者間の取引</p> <p>【基本原則 2】株主以外のステークホルダーとの適切な協働</p> <p>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 原則 2-2 会社の行動準則の策定・実践 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 原則 2-4 女性の活用を含む社内の多様性の確保 原則 2-5 内部通報</p> <p>【基本原則 3】適切な情報開示と透明性の確保</p> <p>原則 3-1 情報開示の充実 原則 3-2 外部会計監査人</p>	<p>【基本原則 4】取締役会等の責務</p> <p>原則 4-1 取締役会の役割・責務 (1) 原則 4-2 取締役会の役割・責務 (2) 原則 4-3 取締役会の役割・責務 (3) 原則 4-4 監査役及び監査役会の役割・責務 原則 4-5 取締役・監査役等の受託者責任 原則 4-6 経営の監督と執行 原則 4-7 独立社外取締役の役割・責務 原則 4-8 独立社外取締役の有効な活用 原則 4-9 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質 原則 4-10 任意の仕組みの活用 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 原則 4-12 取締役会における審議の活発化 原則 4-13 情報入手と支援体制 原則 4-14 取締役・監査役のトレーニング</p> <p>【基本原則 5】株主との対話</p> <p>原則 5-1 株主との建設的な対話に関する方針 原則 5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表</p>
--	--

（注）原則のうち、その一部には補助原則がある。

においても、経営のモニタリング機能を実質的に十分に確保することが促されている（基本原則 4）。

伝統的な、いわゆるマネジメント・ボード型の機関設計においては取締役会の決議事項が多いため、迅速・果断の意思決定を行いやすくするために、法の許容する範囲で、取締役会から経営陣に大幅に権限を委任して取締役会がモニタリングに重点を置くことも考慮に値しよう。監査役会設置会社の場合、権限を委任できる範囲が法律上制限されている点で、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社への移行のほか、持株会社形態への移行なども、選択肢として検討の余地があると思われる。

任意の仕組みの活用（原則 4-10）

上場会社は、会社法が定める 3 つの機関設計のうち、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る統治機能の更なる充実を図るべきとされる（原則 4-10）。そのような任意の仕組みとして、経営陣幹部・取締役の指名・報酬について、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が例示され、指名・報酬など特に重要な事項に関する検討にあたり、独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきとされる（補充原則 4-10①）。

後継者の計画（プランニング）（補充原則 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）について適切な監督を行うべきとされる（補充原則 4-1③）。本コード（原案）は、具体的な後継者の計画や監督の在り方について、会社の自律的な対応に委ねていると解されるため、取締役会の責務・役割にかかる他の原則を踏まえて、個別の状況に応じて、取締役会において検討することが適当であろう。

経営陣の報酬（原則 4-2、補充原則 4-2①）

取締役会は、適切なリスクテイクを支える環境整備という観点から、経営陣の報酬について、中長期的な会社の業績や潜在的风险を反映させ、健全な起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とされる（原則 4-2）。具体的に、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とされる（補充原則 4-2②）。非業務執行取締役・監査役の報酬の言及はないが、一般的に業績連動型報酬は適切ではないと理解されており、経営陣の報酬とは区別が適当である。

経営陣幹部の選任・解任、選任の方針・手続の開示（原則 4-3、原則 3-1）

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とされる（原則 4-3）。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観点から、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について、これを開示・公表し、主体的な情報発信を行うべきとされる（原則 3-1）。

独立社外取締役の有効な活用と人数（原則 4-8）

社外取締役の人数について、本コード（原案）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・責務を果たすべきとしたうえで、そのような資質を十分に備えた独立社外取締役を、上場会社は少なくとも 2 名以上選任すべきであること、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する（原則 4-8）。これは、人数基準に関して、国際的に評価が得られるものを求める意見がある一方で適任者の選任が容易でない等の意見がある中において、有識者会議において取りまとめられたものである。原則 4-8 の「背景説明」は、独立社外取締役を単に設定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とし、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、との考えを示したうえで、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」としている、と背景を説明する。

国際的な水準からみれば、上記は必ずしも高い水準ではない。しかし、2名以上という水準は最低限のものであること、独立社外取締役の存在を活かすような対応をとることが重要であること、さらに独立性判断基準を充たすだけでなく、上記のような資質を「十分に備えた」人材が求められていること、に留意のうえ、対応を検討すべきであろう。なお、3分の1以上という水準について、本コード（原案）では会社の自主的な判断に委ねているが、株主・機関投資家の期待に応え、実効的なコーポレートガバナンスを実現しようという観点から、自律的な対応として取り組むことも検討に値するといえよう。

独立性判断基準（原則 4-9）

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・公表すべきとされる（原則 4-9）。本コード（原案）は、独立性判断基準の内容には踏み込まず、これを金融商品取引所に委ねているが、原則 4-9 の背景説明では、金融商品取引所の定める独立性基準や開示基準について、有識者会議として、今後の状況の進展に応じて、必要に応じて適切な検討が行われることを期待する、との記述がなされて

おり、今後東証の基準が改正されると期待される。したがって、その動向に注視しながらも、東証の基準のうち「主要な」取引先や「多額の」金銭などについて、自社に適した独立性判断基準の策定を検討することが適当であろう。

取締役会等の構成に関する考え方と開示等（原則 4-11、補充原則 4-11）

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する形で構成されるべきであるとされ、また、監査役として、財務・会計に関する適切な知見を有する者1名以上が選任されるべきとされる（原則 4-11）。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とされる（補充原則 4-11①）。

兼任状況の開示（補充原則 4-11②）

取締役・監査役（社外取締役・社外監査役を含む）は、その役割・責務を果たすために必要な時間・労力を取締役・監査役の業務に振り向けるべき、との原則が示された上で、他の上場会社の役員を兼任する場合において、その兼任数は合理的な範囲にとどめるべきであり、兼任状況について毎年開示すべきとされる（補充原則 4-11②）。本コード（原案）では、兼任数の制限にかかる数値基準の策定は求めていないが、基準を策定しない場合には、各取締役・監査役がその役割・責務を果たすために必要な時間・労力を振り向けることができるか否かについて実質的な判断を行うことが適当といえよう。

取締役会全体の実効性の分析・評価と開示（原則 4-11、補充原則 4-11③）

取締役会の実効性確保の一環として、本コード（原案）は、取締役会に対して、取締役会全体の実効性について分析・評価を行うことなどにより、機能の

向上を図るべきとする（原則 4-11）。具体的には、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とされる（補充原則 4-11③）。開示対象は取締役会全体の実効性についての分析・評価の結果の概要であるが、個々の取締役の自己評価の実施を想定している点で、評価制度の導入を検討することが適当といえよう。

取締役・監査役のトレーニング（原則 4-14）

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とされる。上場会社としては、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とされる（原則 4-14）。

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とされる（補充原則 4-14②）。また、個々の取締役・監査役において、就任の際に、会社の事業・財務・組織等に関する必要な知識を取得し、その役割・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、また就任後も、必要に応じてこれらを継続的に更新する機会を得るべきとされる（補充原則 4-14①）。

株主との対話（基本原則 5、原則 5-1）

上場会社は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資するため、株主総会以外の場においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである、とされる（基本原則 5）。そして、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とされ（原則 5-1 前段）、さらに株主との実際の対話（面談）の対応者につい

て、株主の希望や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とされる（補充原則 5-1①）。

また、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、公表すべきとされる（原則 5-1 後段）。日本版スチュワードシップ・コードでは、一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能であるとしているが（同・指針 4-3）、株主との対話において、未公表の重要事実が伝達されるおそれは否定できない。そこで、本コード（原案）は、株主との建設的な対話を促進するための方針において、対話に際してのインサイダー情報の管理に関する方策がカバーされるべきとする（補充原則 5-1②）。

政策保有株式の保有方針・議決権行使の基準の開示（原則 1-4）

上場会社は、政策保有株式として上場株式を保有する場合、政策保有に関する方針を開示すべきとされるほか、毎年、取締役会において主要な政策保有に関して、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のうえ、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とされる（原則 1-4 前段）。政策保有株式をめぐる、有識者会議において意見が対立していたが、実効的なコーポレートガバナンスの実現や説明責任の観点から、保有株式についての適切な説明の在り方を検討することが適当といえよう。

さらに、政策保有株式に係る議決権の行使について、本コード（原案）では、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきとする（原則 1-4 後段）。上場会社の保有株式について、株主に対する受託者責任という観点からは、機関投資家の議決権行使にかかるスチュワードシップ責任の考え方が妥当する

という意見もある¹。上場会社においても、そのような考え方も参照のうえ、自社に適した基準の策定を検討することが適当であろう。

本コードの適用対象

本コード（原案）は、我が国金融商品取引所に上場する会社を適用対象として想定している。他方、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ついては、例えば体制整備や開示などに係る項目の適用について、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とする（序文 13 項）。この点、今後東証において検討して具体的にどのような配慮がなされるか公表されると思われる。

本コードの適用時期

本コード（原案）は、東証において必要な制度整備を行った後、2015 年 6 月 1 日の適用開始が想定されている（序文 15 項）。

最後に

上記「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）の下で、会社側には、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が求められる。また「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法の下、本コードの原則すべてを適用しようとするのではなく、自社が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を検討し、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する原則については、「実施しない」理由を十分に説明することが求められる。本コードの原則の実施の仕方

についても、それぞれの会社が置かれた状況に応じて工夫すべきである。

なお、コードの原則のうち、体制整備に関するものを中心に、その意思があっても適用当初からの完全な実施が難しいことも考えられるが、その場合、上場会社において、まずは適用開始に向けて真摯な検討や準備を行ったうえで、なお完全な実施が難しい場合には、今後の取り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）するという対応の可能性は排除されるべきではないとされる（序文 15 項）。したがって、このようなアプローチをも視野に入れ、自社に適した体制整備の検討を進めることが適切である。

本稿は速報ベースでの概説であり、本稿の時点では最終的なコードの内容や東証の上場規則の改正内容は未確定である。今後のパブリックコメントの結果の公表及び東証上場規則の改正、特に開示ルールの改正動向について、注視していく必要がある。なお、本稿で紹介したコード（原案）の表現・記載についても、今後修正される可能性がある点に注意されたい。

¹ 「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。」（日本版スチュワードシップ・コード原則 5）

弁護士へのコンタクト

更に詳しい情報をお求めの場合は、最寄りの事務所の代表者又は以下に掲げた弁護士にお尋ね下さい。一般的な E メールでのメッセージは、www.jonesday.com からご覧頂ける” Contact Us” フォームを利用して送信頂けます。

清原 健

kkiyohara@jonesday.com
+81.3.6800.1874

堀池雅之

mhoriiike@jonesday.com
+81.3.6800.1805

ジョーンズ・デイの出版物は、特定の事実関係又は状況に関して法的助言を提供するものではありません。本書に記載された内容は、一般的な情報の提供のみを目的とするものであり、当事務所の事前の書面による承諾を得た場合を除き、（なお、かかる承諾を付与または撤回するか否かは当事務所の任意裁量に属します）、他の出版物又は法的手続きにおいて引用し、又は参照することはできません。当事務所の出版物について転載の許可を希望される場合は、当事務所のウェブサイト（www.jonesday.com）にある“Contact Us”の箇所にある所定のフォームをご利用下さい。本書の郵送その他の送信は、弁護士と依頼者との関係を構築することを意図するものではなく、また本書の受信により、そのような弁護士と依頼者との関係が形成されるものではありません。本書に記載された意見は、執筆者の個人的な見解を示すものであり、当事務所の見解を反映したものではありません。