

金融商品取引法研究会
研究記録第 55 号

金商法の観点から見た コーポレートガバナンス・コード

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード

(平成 28 年 3 月 22 日開催)

報告者 神 作 裕 之

(東京大学大学院法学政治学研究科教授)

目 次

I. 問題意識	1
II. 前提	2
1. 金商法の規制目的と規制対象	2
2. 金商法におけるコーポレートガバナンスに関連のある規制	4
3. なぜ、金商法とコーポレートガバナンスとの 接近の傾向が生じているのか？	7
III. コーポレートガバナンス・コードの性質等	9
1. ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コード	9
2. コンプライ・オア・エクスプレイン	14
IV. コーポレートガバナンス・コード	18
1. 適用範囲	18
2. コードの構成	19
3. 日本版スチュワードシップ・コードとの関係	20
V. コードと東証のソフトローとの連結	21
1. 東証のソフトローとしてのコードの「取り込み」	21
2. 開示	22
3. 東証のソフトローによるコードの尊重努力義務	23
4. エンフォースメント	23
5. 取引所の自主規制と監督当局との関係	23
VI. コードの開示項目	24
1. 上場規程による開示	24
2. コードに基づく開示事項	24
3. 実態	25
4. 開示事項の拡大・充実等	25
VII. その他	26
1. 金融商品取引所の法的地位	26
討 議	27
報告者レジュメ	51
資 料	77

金融商品取引法研究会出席者(平成28年3月22日)

報告者	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯田秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
オブザーバー	齋藤馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	田島浩毅	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	富田英揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

金商法の観点から見た コーポレートガバナンス・コード

神田会長 それでは、まだ若干時間が早いかもしれませんが、おそろいでございますので、始めさせていただきたいと思います。金融商品取引法研究会の第11回目の会合ということになります。皆様、大変お忙しいところ、お集まりいただきまして、ありがとうございます。

本日ですけれども、既にご案内のとおり、神作委員から「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」というテーマでご報告をいただき、いつものように議論をさせていただきたいと思います。

では神作先生、よろしくお願いいたします。

[神作委員の報告]

神作報告者 「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」と題してご報告をさせていただきます。お手元のレジюмеに沿ってご報告いたします。

I. 問題意識

コーポレートガバナンス・コードについて、会社法的な観点から見た議論とか書籍は非常にたくさんあるのですけれども、金商法（資本市場法）の観点から見たコーポレートガバナンス・コードについては、必ずしもまだ十分に議論されていないところがあるように思います。そもそも金商法の規制目的や規制対象に関連して、コーポレートガバナンス、特に会社法の規律する領域とりわけその根幹にかかわる事項について、どこまで規制対象とし得るのかについては、従前より議論があるところでもございますので、この機にコーポレートガバナンス・コードについて、金商法の観点から少し検討を試みたいと思います。そして、金商法の観点からコーポレートガバナンス・コー

ドを見た場合に生じ得る問題点ですとか、翻って会社法の解釈論に与える論点として気づいたものをいくつか挙げさせていただき、ご議論いただきたいという趣旨です。

II. 前提

1. 金商法の規制目的と規制対象

レジユメの1ページの2「前提」でございます。金商法の規制目的と規制対象がまず問題となり得ます。金商法の会社法化が指摘される一方、その限界も指摘されています。

レジユメに引用した江頭先生のご論文では、金融庁設置法3条・4条1号・26号を根拠に、投資情報を金融商品等の価格に迅速に反映させる政策を立案することは可能であるけれども、資金の効率的配分を超えてコーポレートガバナンスに係る政策立案をすることはそもそも金融庁の任務・所掌事項を超えるものであるとのご指摘がなされています。

金融庁設置法につきましては、別紙と題しました「参照条文」に抜粋しております。別紙の4ページをごらん下さい。金融庁設置法の3条は、「金融庁は、我が国の金融の機能の安定を確保し、預金者、保険契約者、有価証券の投資者その他これらに準ずる者の保護を図るとともに、金融の円滑を図ることを任務とする」と規定しています。同じく金融庁設置法4条については、1号と26号だけを「参照条文」として抜粋しております。同法3条本文は、先ほど読み上げた金融庁設置法3条を受けて、「金融庁は、前条の任務を達成するため、次に掲げる事務をつかさどる」と定め、1号では「国内金融に関する制度の企画及び立案に関すること」、26号では「金融の円滑化を図るための環境の整備に関する基本的な政策に関する企画及び立案並びに推進に関すること」を掲げています。

後ほど言及いたしますけれども、記憶に新しいところでは、平成26年改正会社法に際し、法制審議会は「会社法制の見直しに関する要綱」において、義務的公開買付け、全部買付義務または強制的全部勧誘義務に違反した場合

において、その違反する事実が重大であるときは、株主は、当該違反をした他の株主に対し、違反して取得した株式について議決権の行使をやめることを請求することができる権利を創設することを提案しました。ところが、この提案は、ご承知のとおり、法案に盛り込まれることもなく、平成26年会社法改正で実現するには至りませんでした。この提案は、金商法上の制度である公開買付規制の一部の違反に対し会社法が株主に付与する重大な権利である議決権の差止めを認めるという重大な法的効果を付与しようとするものであり、金商法と会社法の新たな関係の創設につながり得る理論的に重要な論点について会社法の改正の中で議論されたという経緯があります。ちなみにドイツ法においては、今申し上げたような法的効果がすでに立法によって認められていますが、それを定める規定は株式会社ではなく公開買付法（「有価証券取得・買付法」）の中に置かれています。

金商法においてどこまでコーポレートガバナンスに係る政策立案をすることができるのかという問題は、非常にデリケートで難しい問題です。ここで少しアメリカの経験を振り返ってみたいと思います。アメリカは、2002年のSOX法制定前は、連邦証券取引法の内容は主として開示規制と詐欺禁止規制から構成されており、会社法は州会社法に委ねられており、州会社法がコーポレートガバナンスに関する事項を規律していたと言えます。

ところが、2002年のSOX法（Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act）で、開示規制に関連して継続開示に係る財務報告の適正性を証明する義務をCEO及びCFOに課しました。内部統制に関する事項ですので、会社法の規律対象と重なる部分があります。この義務は、継続開示に係る財務報告の適正性に関するものですので、開示規制と密接に関連していると考えられます。もっとも、継続開示に係る財務報告の適正性を証明する義務に応じて、SOX法により、財務報告に関する内部統制体制と開示に係る統制体制の構築・運営を義務づける権限がSECに付与されました。さらに、コーポレートガバナンスについて、SOX法は、より立ち入った規制をしました。すなわち、SOX法402条において、発行会社による取

締役に対する貸付けの原則禁止ですとか、あるいは監査委員会の独立性について一定の条件を満たさない場合には上場を認めない旨の取引所規則を定めることを取引所に求める規則をSECは制定しなければならないと決めました。このように、SOX法は、単なる開示規制を超えて会社の組織や権限分配すなわち会社法の定めるべきコーポレートガバナンスの根幹により密接に関連する規制を採用したのです。

また、2010年のドッド・フランク法（Wall Street Reform and Consumer Protection Act）において、報酬委員会の独立性についても、先ほど述べたようなSOX法における監査委員会に係る規律と同様の規律を導入しました。もっとも、気をつけなければならないことは、しかしそうは言ってもSOX法やドッド・フランク法、及び取引所に監査委員会・報酬委員会の独立性についての条件を上場要件として定めるべき旨を定めるSEC規則において、取締役の独立性について具体的な基準が定められているかということ、そういうわけではありません。取締役の独立性に係る要件等については、取引所の上場規則に委ねられています。例えば、ニューヨーク証券取引所の上場規則を拝見すると、従業員性ですとか業務執行性、経済的依存関係等の観点から、独立性を満たさない場合を列挙しつつ、当該上場会社と重大な関係に立たないことを要件として、個々の会社の取締役会において、独立性がある旨を明示的に決議するものとしています。そういう意味では、米国では、証券法において取締役の独自性について直接的に定めるという手法をとっているわけではないということは確認しておく必要があります。

2. 金商法におけるコーポレートガバナンスに関連のある規制

次に、日本に目を転じ、金商法において、コーポレートガバナンスに関連のある規制を網羅的に拾い集めてみたのが、レジュメ2ページの（2）（イ）から（へ）に掲げた事項です。

第1に、有価証券報告書におけるコーポレートガバナンスに関する開示規制が挙げられます。お手元の資料3は、会社法に基づく事業報告における

コーポレートガバナンスに関する開示事項と、有価証券報告書におけるコーポレートガバナンスに関する開示事項を対照形にしたものです。この表は、経済産業省が作成したもので、前回開催された金融庁における「ディスクロージャーに関するワーキンググループ」において配付されたものですが、ご参照下さい。有価証券報告書においては、コーポレートガバナンスに関する事項が開示されることとなっており、資料3の右下「第4【提出会社の状況】6【コーポレートガバナンスの状況等】」に掲げる各項目の記載を要します。

第2は、内部統制報告書・確認書制度です。SOX法と同様に、わが国の金商法も、平成18年改正により、内部統制報告書・確認書制度及び内部統制監査報告書制度を導入しました。もっとも、米国と同様、日本においても内部統制体制一般が問題になっているのではなく、「当該会社の属する企業集団及び当該会社に係る財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要なものとして内閣府令で定める体制」、すなわち「財務計算に関する書類その他の情報」に限定されています。

第3は、公開買付規制です。日本法は、公開買付規制を金商法の中において行っています。米国法における公開買付制度にならって開示規制から出発したためです。しかしながら、義務的公開買付けですとか全部買付義務の導入によって、公開買付規制の位置づけは、純粋な開示規制から会社支配権の取得と株主保護というよりコーポレートガバナンスに接近した規制へと変質してきたと考えられます。ちなみに、ドイツ法においては、先ほど公開買付規制に違反した株主の議決権停止に関する規定が公開買付法の中に置かれていると申しあげましたけれども、公開買付規制は証券取引法の中で規定されているわけではなく、公開買付法（「有価証券取得・買付法」）という単行法において定められています。公開買付規制は、古典的な証券取引法とはその目的・趣旨を異にすると考えているのです。ここで、先ほど少し触れた公開買付規制に違反した者による議決権行使の差止請求権を創設しようとする試みがなされ、法制審議会の要綱まではまとまったのですけれども、最終的には法案には盛り込まれなかったという経緯があります。その理由を、実は私

はよく承知していませんが、レジュメ3ページの上から2行目に衆議院法務委員会における会議録の発言を引用しています。要綱において提案されていた公開買付規制に違反した者による議決権行使の差止請求権が法案に盛り込まれていないのはなぜかという質問に対し、当時の谷垣法務大臣は、次のように答弁しています。すなわち、「金融商品取引法における公開買付規制の違反があったからといって、株式売却の機会を奪われた株主に対して、損害賠償請求等による損害の回復という方法を超えて、他の株主の基本的な権利である議決権行使の差止請求権まで認めるのが相当かは疑問であるという強い御指摘がございました」。公開買付規制違反により株式売却の機会を奪われた株主に対し議決権の差止めという救済を付与することが過剰であると考えられたためであるという理由が法務委員会では述べられています。株主の差止請求権という法律構成によったことの問題点も含め、ひょっとすると会社法と公開買付規制の目的の親近性や補完性等についての議論が日本ではまだ十分になされていなかったことが、平成26年改正によっては公開買付規制違反に対し会社法上の効果を付与するという提案が受け入れられなかった原因の1つであったのではないかと感じています。本日のテーマもそのような問題意識を反映しています。

第4は、大量保有報告制度です。これも開示を目的とした開示規制の一種です。大量保有報告制度は、まさに大量保有報告により開示を求められる事項が株価に影響を与え得るという考え方に基づいて、市場に対する情報提供という目的の下に、純粋な開示規制として導入されました。ところが、大量保有報告制度も、公開買付制度の位置づけの変化等に伴って、支配権に関する開示という側面にその重心を移しつつあり、それにともなって規制の意味を変質しつつあるように思われます。

会社法に最も関係が密接と思われるのは、第5の委任状勧誘規則です。なぜならば、委任状勧誘規則というのは金融商品取引とは直接関係のない行為であり、会社法上の規律との補完関係がより明確な類型であると思われるからです。おそらくそのような事情を反映し、わが国の会社法は、金商法に基

づく委任状勧誘を行っている場合には会社法上の議決権書面行使制度の適用を除外する等の手当てを行っています。これは、委任状勧誘と議決権書面行使制度が機能的に同等であることを会社法が認めたものと解することができます。レジюмеに掲げた参考裁判例においては、委任状勧誘規則の違反と株主総会の決議取消しとの関係が問題となりました。裁判例においては、委任状勧誘規則と会社法上の総会決議の瑕疵とを切り離して考える傾向が強いように思われます。しかし、先ほど申しましたように、委任状勧誘規則は金融商品取引という観点からはなかなか説明しづらい制度であり、機能的には書面による議決権行使制度と非常に接近しているため、学説においては、委任状勧誘規則の違反を決議取消事由と解するべきであるという見解が有力であると思います。

第6に、きょうは専らこの論点について扱う予定ですがけれども、金融商品取引所制度が金商法上認められており、自主規制機関としての金融商品取引所がコーポレートガバナンス等に関する事項を自主規制によって規律する、このような形態によって金商法が会社法あるいはコーポレートガバナンスと深く関連するという状況が実際に生じています。

以上、金商法上のコーポレートガバナンスに関連のある規制を網羅的に取り上げました。ただ並べてみたにすぎませんが、今後、金商法の体系書等においても、例えば「金商法とコーポレートガバナンス」といった章の中でこれらの問題がまとめて取り扱われることも、もしかしたら行われる可能性があるかもしれません。いずれにしても、金商法とコーポレートガバナンスの関係について、東京証券取引所の定めるコーポレートガバナンス・コードを素材にして少し考えてみようというのが、本日のご報告の趣旨です。

3. なぜ、金商法とコーポレートガバナンスとの接近の傾向が生じているのか？

次に、レジюме3ページの(3)に移ります。そもそも、なぜ金商法とコーポレートガバナンスとが接近する傾向が生じているのかという点について、一般的に考えてみたいと思います。

そもそも株式市場とコーポレートガバナンスというのは密接な関係があります。コーポレートガバナンスの議論に際し、市場を通じたコントロールもまた、会社法による内部的なコーポレートガバナンスに加えて非常に重要な一翼を占めると指摘されます。いわゆる会社支配権の市場を通じたガバナンスのメカニズムです。株式市場が存在し、そこで株式について価格づけが行われる。その価格を見て、場合によってはその株式を買い占め、敵対的買収を行う積極的な投資家が存在することにより、会社支配権の市場を通じたコーポレートガバナンスのメカニズムが機能し得るとされます。会社支配権の市場を通じた、典型的には敵対的買収を通じてコーポレートガバナンスに関する市場による規律づけが達成し得るという考え方があって、この考え方は例えば経営判断原則の根拠として挙げられることがあるなど会社法の議論にも影響を与えるなど、もともと株式市場とコーポレートガバナンスは密接な関係にあるということが言えます。

次に、コーポレートガバナンスの質の向上でございますけれども、株式市場の国際的な競争あるいは株式市場のその他の金融商品や投資対象等に係る市場との競争が激しくなり、株式市場の魅力を高めることが取引所の栄枯盛衰に直結するという状況の中で、後ほど申し上げますけれども、コーポレートガバナンス・コードは今や100以上の国や地域で採用されています(ECGIのウェブサイトには、各国・各地域や国際機関のコーポレートガバナンス・コードのリストが掲げられている。http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php)。コーポレートガバナンス・コードの策定主体も様々ですが、取引所がコーポレートガバナンス・コードを策定する例も少なくありません。その理由は、株式市場の魅力を高めることに対し取引所が大きな利害関係とインセンティブを持っていることに関係しているためと思われる。

また、特に分散所有型の株式市場を有する場合には、株主によるコーポレートガバナンスには大きな限界があり、ガバナンスの質の確保について深刻な問題が惹起されます。この典型が英国であると考えられます。英国では、一方では機関投資家の責任というスチュワードシップ責任につながる議論とな

りスチュワードシップ・コードが策定され、他方でガバナンスを担う最も重要な当事者である発行会社の側についても一定の規律づけ、すなわちコーポレートガバナンス・コード等によるソフトローとしての規律づけを求めることになりました。株式の所有構造によって、スチュワードシップ責任やコーポレートガバナンス・コードに関して温度差がある可能性があるように思われます。

Ⅲ. コーポレートガバナンス・コードの性質等

1. ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コード

レジュメ4ページをごらんいただけますでしょうか。コーポレートガバナンス・コードの性質についてです。コーポレートガバナンス・コードには法的拘束力がないという前提から出発しておりますけれども、先ほど来ソフトローという言葉は何回か申し上げております。①ソフトローにつきましては、藤田先生や神田先生を中心に東京大学のソフトローのCOEやGC OEで研究が深められておりますので、後ほど教えていただきたいと思えます。

始めにソフトローの定義ですが、最もよく使われている定義はEU法の研究者の次のような定義だと言われます。すなわち、「正当な立法権限に基づき創設された規範ではなく、原則として法的拘束力を有しないが、当事者の行動及び実践に非常に大きな影響を与える規範」と定義されます。コーポレートガバナンス・コードも、基本的にはこのような性質を持つソフトローとして位置づけることができるかと思えます。ソフトローにはそもそも幾つかの観点から分類されます。第1に、慣習に由来するソフトローと人為的なソフトローの区別があります。コーポレートガバナンス・コードの特徴は、典型的な人為的なソフトローであるという点にあります。これは慣習に由来するソフトローに比べると、規範性とかエンフォースメントの強弱が非常に劣る場合があることが指摘されています。

コーポレートガバナンス・コードは人為的なソフトローであるとする、一体誰がそれを策定するかが問題になります。日本の場合には金融庁と東証

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」で策定したコーポレートガバナンス・コード（原案）がそのまま東京証券取引所の有価証券上場規程として採用されました。

第2に、ハードローとの関係という観点から分類されます。例えば、①ハードローによる授権の有無に着目し、授権を受けている場合、授権を受けていない場合、②ソフトローの果たす機能に着目して、国家制定法である法規範に代替する場合、補完する場合、国家制定法とは独立である場合、③商慣習という規程を通じて、一定の要件を満たす場合には当該ソフトローがハードローへと組み入れられるルートがあるソフトローかどうかなど、当該ソフトローと国家制定法との関係についても、さまざまな観点から、ソフトローを分類することができます。

コーポレートガバナンス・コードの場合には、一体どのような領域に係る規程を提供しているのか、また、ハードローによる規律対象とどのような分担関係にあるのかは、国によりさまざまです。米国は、むしろ多くのコーポレートガバナンス・コードが規律しているような事項を法律事項として規律し、または取引所の自主規制として規律します。米国の場合は、私の理解では、取引所の自主規制についてもSECの承認が必要とされます。そういう意味では、日本の有価証券上場規定よりも国家ないし国家法との結びつきが強いと考えられます。

これに対して、例えばドイツでは、政府委員会がコーポレートガバナンス・コードを策定し、コーポレートガバナンス・コードの各規程についてコンプライ・オア・エクスプレインをしなければいけないという義務が会社法（株式会社法）において規定されています。このように、ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コードの存在を前提に、会社法（株式会社法）でコンプライ・オア・エクスプレインの規程を法律上の義務として課すというタイプの規律方法をとっております。

このように、コーポレートガバナンス・コードを誰がつくって、その守備範囲をどのように定め、コンプライ・オア・エクスプレインの規程もソフト

ローで定めるのか、それともコンプライ・オア・エクスプレインについては法的に強制するのか等々、非常に多様です。

第3に、先ほど慣習に由来するソフトローか人為的ソフトローかで「規範性の強度」に違いが生じ得ると申し上げましたけれども、人為的なソフトローであることを反映して、コーポレートガバナンス・コードの遵守率は国によって大きく異なると言われます。実証研究がいろいろありまして、例えばイギリスは遵守率が非常に高いけれども、ドイツは余り高くないとされます。特にドイツでは、上場していても規模や発行する株式の流動性が小さな会社であればあるほど、コーポレートガバナンス・コードに対する遵守率が低下するとされます。このような遵守率の違いは規範性の強弱、つまりコーポレートガバナンス・コードで定められている規範がベストプラクティスとして認識されているのかどうかという点について、差があるためではないかと言われております。逆に申しますと、イギリスの場合は、コーポレートガバナンス・コードに書かれていることはベストプラクティスであるという認識が広くもたれていると指摘されています。コーポレートガバナンス・コードの定める個々のコードのもつ規範としての正当性、あるいはコード自体の正当性に対する認識が、国ごとに相当に異なっているということが言えるように思われます。もっとも、この点については、コーポレートガバナンス・コードを遵守しない場合にどのような事実上あるいは制度上の制裁が課されるのかという問題と不即不離です。

例えば、日本の場合には、後で触れさせていただきたいと思いますが、資料2をごらんいただけますでしょうか。資料2は、昨年12月末時点でコーポレートガバナンス・コードが一体どの程度遵守されているのか、そして説明すべき場合にどの程度説明がなされているかを東証がまとめたものです。

コードの原則ごとの遵守率、説明率につきましては、資料2の4ページをお開き下さい。このページをごらんいただいて、皆さん、どのようにお感じになるでしょうか。例えばコーポレートガバナンス・コードの中で最も実施

率が低いのはNo.58 すなわち補充原則 4-11 ③であり、実施率は 36.4%です。補充原則 4-11 ③というのは、「取締役会の評価」に関する規範です。コード自体については資料 1 をごらん下さい。補充原則 4-11 ③は 20 ページに掲載されています。すなわち、「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」という規範です。この規範は 36.4%と極めて低い実施率でございますけれども、その次に実施率が低いのは補充原則 1-2 ④で、その実施率は 44.1%です。3 番目に低いのは原則 4-8 でその実施率は 50%です。このように実施率が低いものが幾つかございますけれども、多くの原則の実施率は、80%以上であり、90%以上が実施されている原則も少なくありません。すなわち、実施率が90%以上の原則が52あるということです。

このように日本の場合は、適用の初年であるのにもかかわらず割かし実施率が高いように思われます。これは恐らく、日本のコーポレートガバナンス・コードが取引所の有価証券上場規程に取り込まれ、違反に対しては取引所による制裁と結びついていることと無関係ではないように思われます。

レジュメ 5 ページの③「規範の策定・改定主体とそのプロセス」をごらん下さい。これについては先ほど少し触れました。世界の 100 カ国以上の国・地域・国際機関等でコーポレートガバナンス・コードが既に策定されていると申しあげましたけれども、策定主体はさまざまです。取引所、政府委員会を含む国、発行体、機関投資家等、いろいろなタイプがあり得るのですけれども、最も典型的なパターンは、国と取引所が協力し、場合によっては投資家の関与のもと、コードを策定し、国が承認するタイプとされています。我が国のコードの策定主体とプロセスも、この典型的なパターンに類似しています。金融庁と東証を共同事務局とする有識者会議により日本版コーポレートガバナンス・コードは策定されましたが、有識者会議のメンバーには学識経験者のみならず投資家代表、発行体などもいらっしゃいましたから、典型的なパターンに近い策定プロセスを経たと言えます。

コーポレートガバナンス・コードが世界的に急速に普及した原因は、先ほ

ど申しましたように、競争の激化によって取引所が、あるいは各国が、自国の株式市場の魅力を高めようと一生懸命努力しているという事情もありますけれども、なぜそのような目標をコードという形で行うかという点、コード策定の手続が容易で低コストであること、経済環境等の変化に柔軟・迅速に対応し、コードの見直しを行い得るというソフトローとしてのコードのメリットが重視されたものと思われます。それから、法律事項としては規制することが困難または不適切な事項についても事実上の規制を及ぼし得るということが指摘されています。これはプラスに評価できることなのか、それともマイナスに評価すべきことなのか、利害得失の両面を有すると思いますけれども、いずれにせよコードが非常に短期間に世界的に急速に普及しているのには理由がないわけではないということかと思えます。

④のコードの「解釈」については、「策定主体が公権的な解釈をするわけでは必ずしもなく、コードは「適用を受ける者がその趣旨を理解し、自ら解釈・適用する」点に大きな特徴があります。このことはコード自身も明言しておりまして、日本のコーポレートガバナンス・コードの「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」第10、レジユメ5ページの下線部ですけれども、「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」と述べられていて、解釈主体はコードの適用を受ける者それぞれであるということが明確に述べられています。

⑤のエンフォースメントについては、自主規制に基づくサンクション、あるいは慣習・慣行によるソフトローの場合には、例えば取引界からの排除といったサンクションも可能です。コーポレートガバナンス・コードのエンフォースメントに関する大きな特徴は、コンプライ・オア・エクスプレインという規範を伴うのが通常であることです。この考え方とは何かと申しますと、コーポレートガバナンス・コードの定めるベスト・プラクティスとして

の規範を遵守しないことによって直接的な制裁が科されるわけではなくて、市場参加者等の評価に委ねられる点です。市場参加者が、遵守しない理由やそれに代わってとられている措置をプラスに評価すれば、制裁を受けるどころか、かえって高く評価されることも理論的にはあり得ます。特にコンプライ・オア・エクスプレインの規範が取引所規則として組み込まれている場合には、例えばコンプライ・オア・エクスプレインについては自主規制としては義務化され、それに違反した場合には自主規制によるサンクションが科されることとなります。具体的に東証の場合には、コンプライ・オア・エクスプレインの規範に違反した場合にどのようなサンクションがあるかについては、後ほど述べます。

2. コンプライ・オア・エクスプレイン

コンプライ・オア・エクスプレインは、コーポレートガバナンスの発展のための車の両輪に例えられるコーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードを最初に整備した英国において、両コードについて認められている規範です。日本の両コードも、英国の両コードにならいました。コンプライ・オア・エクスプレインについては、「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」の第12に記載があります。すなわち、「本コード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わけではないことには十分な留意が必要であり」、「『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」。このように、コードの定める原則を必ず遵守しなければならないわけではないけれども、コンプライしない場合には、特に株主等を中心とするステークホルダーの理解が十分に得られるように実施しない理由と対応について十分な説明をすることがコンプライ・オア・エクスプレインのルールの中身です。

このようなコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールには次のようなメリットとデメリットが指摘されています。レジユメ6ページの（イ）をごらん下さい。メリットから申し上げますと、第1に、全ての企業にとって、ベストプラクティスは1つであるという考え方にはよらないという柔軟性を確保し得る点です。すなわち、コンプライ・オア・エクスプレインの考え方は、コードの定めるベストプラクティスを決して強制するものではなく、one-size-fits-all という考え方は特にコーポレートガバナンスの分野では必ずしも妥当しない場合が多いということを正面から認めています。

第2に、求められる開示やコンプライをしなかった場合の理由についてエクスプレインを求めることによって、コーポレートガバナンスに関する情報が発行体から発信され、それによりガバナンスの透明性が高まる点です。コンプライ・オア・エクスプレインの基本的な考え方は、コンプライしなかった場合のエクスプレインによってガバナンスの透明度を高めるところにあります。

第3に、エクスプレインについて、市場関係者は、場合によっては経営陣との対話等を通じて理解をし、評価を行います。

このようにコンプライ・オア・エクスプレインは、開示を通じて透明性を高め、場合によっては市場関係者とのエンゲージメント等を通じて、市場によってコーポレートガバナンス・コードのエンフォースメントを図るという考え方に立つものです。このような考え方に立つコンプライ・オア・エクスプレインのルールは、資本市場あるいは資本市場法に極めて親和的な考え方に基づくものであると言えます。

さらに、コンプライ・オア・エクスプレインのルールには、コンプライされずにエクスプレインされたことが市場関係者によって非常に高く評価される場合には、場合によってはコードの定める各原則の改善や内容の改定に結びつき得る契機を含んでいる点が重要です。このようにコンプライ・オア・エクスプレインのメカニズムを内在したコードは、国家制定法と異なり、システム内在的に規範が発展する契機を含んでいるというわけです。

これに対して、コンプライ・オア・エクスプレインの規範に対する批判も少なくありません。デメリットとして指摘されるのは、レジュメ7ページに掲げましたように、第1に、発行会社が期待されたようにコードを解釈・適用せず、形式的にのみコンプライする可能性が指摘されています。

第2に、発行会社によって有益または意味のある情報が提供されない危険があります。つまり、エクスプレインが非常に形式的になさってしまっ、先ほど申し上げたようなメリットが発現されない、あるいは、コンプライしない場合ですら、その理由と対応について意味のある説明がなされない危険性が高いと指摘されています。

第3に、説明を理解し、評価するのではなくて、遵守していることのみを単純に評価する傾向が評価する側の投資家に生じ得ると言われます。そうだとすると、コンプライ・オア・エクスプレインの先ほどのメカニズムは機能せず、期待された結果がもたらされないこととなります。

第4に、市場関係者等の一部が、例えば株主との対話に乗じてこの制度を濫用するおそれがあります。具体的には一部のヘッジファンド等が株主との対話等に乗じて自己の私的利益を追求し投資先企業の企業価値を低下させるなどの濫用的な行為をするといった弊害も指摘されています。

結局のところ、コンプライ・オア・エクスプレインが有効に機能し得るかが、コーポレートガバナンス・コードのメカニズムが機能するためのポイントになると考えられます。そのためには、次の2つの前提と申しますか、考えるべき点があるように思われます。

まず第1は、市場参加者の行動に本当に影響を与え、コード自身の内容がベストプラクティスになっているのかという問題があります。

第2に、発行会社が負担するコストに比して、コーポレートガバナンスの質の向上が本当にコストを上回るのか。この点については今後きちんと検証していくべき問題であると思われまますけれども、先ほど申し上げたように、多くの国・地域でコーポレートガバナンス・コードが策定されて実施されており、諸外国における検証作業が日本にとっても参考になる場合があると思

われます。

なお、コンプライ・オア・エクスプレインの規範についてはむしろ法規範化してはどうかというアイデアであります。法律の規定に基づくコンプライ・オア・エクスプレインを定めている国の例として、先ほどドイツ法を紹介しましたが、今EUで「長期保有株主のエンゲージメントの促進とコーポレートガバナンス報告書の内容に関する改正提案」(Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, COM (2014) 213final, 2014/0121 (COD)) がなされています。スチュワードシップ・コードの考え方に非常に近い考え方を入れようとしておりまして、スチュワードシップ・コードについてのコンプライ・オア・エクスプレインの規範について一部強行法的に定めるというアイデアが示され、それについて議論がされています。

また、少なくとも取引所の自主規制及び上場契約に基づき、コンプライ・オア・エクスプレインの義務を規範化することも考えられており、日本などはそのようなタイプのコンプライ・オア・エクスプレインのルールを導入しています。

ご承知のように、日本では、すでにコンプライ・オア・エクスプレインの法規範化がなされております。平成26年改正会社法により、社外取締役を置くことの不当性、相当でないことに係るコンプライ・オア・エクスプレインについては法的義務としています（会社法327条の2、会社法施行規則124条の2、会社法施行規則74条の2第1項・2項）。

なお、平成26年改正会社法は、社外取締役を置くことが望ましいという規範を、少なくとも会社法が打ち出しているわけではありません。この点は我が国の法的義務としてのコンプライ・オア・エクスプレインに係るルールの1つの特徴であると思われます。社外取締役の設置が望ましい規範であることは、上場会社については社外取締役1名以上の設置の努力義務という形

で上場規程において定められています。法制審の次のような附帯決議が実際上影響力を持ったと考えられます。

すなわち、法制審議会の附帯決議により、「社外取締役に関する規律については、これまでの議論及び社外取締役の選任に係る現状等に照らし、現時点における対応として、本要綱に定めるもののほか、金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要がある」。「(こ)の規律の円滑かつ迅速な制定のための金融商品取引所での手続において、関係各界の真摯な協力がされることを要望する」。この附帯決議を受けて、東京証券取引所が上場規程を改定して、先ほど申し上げたように、独立役員である者で、かつ取締役である者を1名以上置くことを努力義務として定めたわけです。このことも、コーポレートガバナンスと金商法ないしは取引所との関係の最近の傾向をあらわす興味深い一例であると思います。

Ⅳ. 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・コードの中身について、少し検討してみたいと思います。

1. 適用範囲

まず、コーポレートガバナンス・コードが適用される対象会社は、市場第一部及び第二部に上場する会社、マザーズ、JASDAQの上場会社です。もっとも、マザーズ及びJASDAQに上場している会社については、エクस्पラインの対象は、基本原則、原則、補充原則と3段階に分けて規定されているうち「基本原則」に限られます。

先ほど述べた独立社外取締役については、ガバナンス・コードでは原則4-8で、一定の資質を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旨が規定されています。そして、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、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」会社は、そのための取り組み方針を開示すべきであると定めます（原則4-8）。このようなコードの規範に対し、東証の上場規程では、独立役員または社外監査役を1名以上確保する義務を課すとともに（東証上場規程436条の2第1項）、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に努めなければならないという形で、独立役員1名以上の確保に係る努力義務を規定しています（東証上場規程445条の4）。

コードの適用の範囲につきましては、開示との関係で、また後ほど扱います。

2. コードの構成

次に、レジュメ9ページ（2）「コードの構成」に進みます。日本のコードは、規範のレベルにより階層化されています。すなわち、コーポレートガバナンス・コードは、基本原則が5項目、原則が30項目、補充原則38項目の計73項目から構成されています。

3つのレベルに分かれている意義はどこにあるかという点、先ほど申し上げたように、マザーズ及びJASDAQに上場している会社については、エクस्पラインの対象は基本原則に限られます。つまり、原則と補充原則についてはエクस्पラインすることが上場規則としては義務づけられていません。このように、第1に、市場に応じて段階的にソフトローの規律を適用することを可能にしています。第2に、コードはプリンシプルベースのアプローチを基本的にとっていますけれども、相当具体的かつ詳細なルールに近い規範も提示していますが、プリンシプルとしての抽象度・一般性の高いものから、より具体性・個別性の強い規則的なものを順に、基本原則、原則、そして補充原則と整理することにより、規範の抽象度に応じて原則を整理していると考えられます。

したがって、これらの原則は、基本原則のほうが原則よりも優位にある、原則は補充原則よりは優位な規範であるというような関係に立つのではなく

て、それぞれが独立してひとしくコンプライ・オア・エクスプレインの対象になる。プリンシプルとしての抽象度・一般性が高いか低いかという観点から区別されており、規範としての優越性を示しているわけではないと理解すべきものと考えられます。

次に、規範の対象により日本のコーポレートガバナンス・コードを分類すると、同コード自身は、①株主の権利・平等性の確保、②ステークホルダーとの適切な協働、③情報開示と透明性の確保、④取締役会等の責務、及び⑤株主との対話の5章に分けて原則を定めています。日本のコードの体系については資料1の1ページの「目次」をごらん下さい。

次に、規範の対象をより実質的に分類して並べたのが、レジュメ10ページから11ページの分類です。①取締役会・取締役関係、②株主権・株主総会関係、及び③「経営陣と株主との対話」関係の3つに大別できると思われます。レジュメで下線が引いてある事項は、コーポレートガバナンス報告書における開示を要する項目です。

ちなみに、昨年の秋に改定されたG20/OECDのコーポレートガバナンス原則は6つの項目から構成されています。日本のコードは、G20/OECDのガバナンス原則より先に策定されましたが、G20/OECDのガバナンス原則が改定される経緯や議論を十分に踏まえていると見受けられ、実質的にはその内容を先取りしている面があり、去年の秋にOECDのコーポレートガバナンス原則が改定されたからとあって、日本のコーポレートガバナンス・コードの原則が多少古くなったということはないように思われます。

3. 日本版スチュワードシップ・コードとの関係

レジュメの11ページ(3)「日本版スチュワードシップ・コードとの関係」に移ります。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードは車の両輪の関係にあると言われていました。したがって、コーポレートガバナンス・コードの検討に際しても、スチュワードシップ・コードとの関係が一つの重要な観点になると思われます。本日は、時間の関係でスチュワー

ドシップ・コードについては触れないで、コーポレートガバナンス・コードから見てスチュワードシップ・コードがどのように関係してくるかという観点から若干コメントさせていただきます。

ちなみに、先ほどコーポレートガバナンス・コードは100以上の国や地域で採用されていると申し上げましたが、スチュワードシップ・コードはそれほど普及しておりませんで、恐らくまだ10本の指に満たないと思います。コーポレートガバナンス・コードは非常に急速に普及したのに対し、なぜスチュワードシップ・コードはそれほど普及してないのか、は興味深い論点です。とりわけ日本の場合は、スチュワードシップ・コードを策定している国や地域は少ないというだけでなく、スチュワードシップ・コードを有する国の中でも非常に変わった経緯を有します。というのは、スチュワードシップ・コードのほうが先にでき、後からコーポレートガバナンス・コードが策定されたという、世界的に見ても極めてまれな経緯をたどりました。

V. コードと東証のソフトローとの連結

レジュメ11ページをごらん下さい。コーポレートガバナンス・コードと金商法との関係にかかわる論点です。日本でコーポレートガバナンス・コードがどのような形でソフトローとして位置づけられ、それが金商法ないし金商法上の制度とどのような関連を有するかを見て参ります。

1. 東証のソフトローとしてのコードの「取り込み」

コーポレートガバナンス・コードは、東証の有価証券上場規程の別添として取り込まれています。そして、東証は、上場規程において、上場内国株券の発行者は、同コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレートガバナンスに関する報告書において説明するものと定め（上場規程436条の3）、さらに「コーポレートガバナンスに関する報告書の記載要領」を定め、一定の事項について、コーポレートガバナンスに関する報告書に記載し説明することを求めています。

有価証券上場規程第1条は、「有価証券の上場、上場管理、上場廃止その他上場有価証券に関して必要な事項を定める」と規定します。金商法は、金融商品取引所の自主規制業務について、「上場する有価証券の発行者が行う、当該発行者に係る情報の開示または情報に関する審査及び上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務」と規定しています。自主規制機関自身の位置づけの変遷については、レジюме12ページの【参考】にごく簡単に記載しましたが、時間の関係で説明は省略します。

上場会社と取引所の契約、すなわち上場契約書において、「上場会社は取引所の業務規程、有価証券上場規程など諸規則を遵守し、その措置に従う」ことが包括的に定められています。すなわち、上場会社は、取引所の定める業務規程や有価証券上場規程などの諸規則を包括的に遵守し、取引所の措置に従うことを約定しています。コーポレートガバナンス・コードは、今申し上げたような上場契約に基づきその遵守を約したという民事法的な側面と、金商法上の自主規制機関である金融商品取引所によって策定された有価証券上場規程のルールの一部であるという自主規制機関の策定した自主規制としての側面を併せ持ちます。このように、コーポレートガバナンス・コードには、民事法的な側面と監督法的な側面の二面性を有すると考えられます。

2. 開示

コーポレートガバナンスに関する開示については、レジюме13ページをごらんいただけますでしょうか。まず、上場規程の436条の3で、上場内国株券の発行者は、別添「コーポレートガバナンス・コード」の各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレートガバナンスに関する報告書において説明するものとするとして定めています。そして、先ほど申し上げましたように、この場合のエクスプレインの対象となる原則の範囲については、本則市場とマザーズ及びJASDAQとで差異が設けられています。

3. 東証のソフトローによるコードの尊重努力義務

東証の上場会社は、ソフトローによりコーポレートガバナンス・コードの尊重努力義務が課されており、機関投資家がスチュワードシップ・コードに従うときは自らサイン・アップするのと異なり、上場会社は自動的に東証のソフトローとしての規範に連結される構造になっています（上場規程 445 条の 3）。すなわち、「上場会社は、別添『コーポレートガバナンス・コード』の趣旨・精神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」と規定されています。

4. エンフォースメント

コーポレートガバナンス・コードのエンフォースメントは、どのように確保されるのでしょうか。コンプライ・オア・エクスプレインに反して説明をしなかったことに対しては、大きく 4 つのエンフォースメントの手段があります。第 1 が改善報告書の提出、第 2 が公表措置、第 3 が上場契約違約金、第 4 が上場廃止という制裁です。レジュメ 14 ページから 15 ページにかけて、その根拠規程を挙げています。

コンプライ・オア・エクスプレインに反して説明をしなかった場合における上場廃止については、有価証券上場規程 601 条 1 項各号に掲げる上場廃止事由のうち第 12 号の「上場契約違反」として読み込まれることになると思われます。時間の関係で詳細は省略させていただきますけれども、場合によっては上場廃止という非常に重いサンクションが課され得るという点は、契約上の義務であるとともにソフトロー上の規範であるコンプライ・オア・エクスプレインという規範の実効性を確保する上で、極めて重要であると思われます。

5. 取引所の自主規制と監督当局との関係

レジュメ 15 ページ（5）の「取引所の自主規制と監督当局との関係」に進みます。有価証券上場規程については当局の監督権限が直接的に及ぶわけ

ではないと思います。業務規程は直接的に監督権限が及ぶことは明らかですが、有価証券上場規程について当然に監督権限が及ぶというわけではないように思われます。しかし、監督当局が影響力を及ぼし得ないかという点、そうではなく、平成16年5月24日に金融庁は、東京証券取引所に対する業務改善命令を発しました。当該命令においては、次の点が問題視されています。上場会社の業務のためには、宅建免許の取得が必要となり、同社の上場審査に当たっては、宅建法に規定する有効期間及び同法に基づく免許取消事由の有無を確認する必要があるものと認められるけれども、東証の上場審査においてはそうした手続がなされていなかった。これは証券取引法とか東京証券取引所の諸規則に違反するものではないが、投資者の信頼を損ないかねないものであり、東証の上場審査及び上場管理業務体制を早急に是正する必要がある。このような形で金融庁は、金融商品取引所の諸規則や体制に対し監督を及ぼし得ると考えておりますが、この点、特に松尾先生を初めとして、間違っていたらご教示をいただければ幸いです。

Ⅵ. コードの開示項目

1. 上場規程による開示

前述したように、上場会社は、コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明することを上場規程によって義務づけられており、上場契約とソフトローである上場規程の双方によって重畳的に拘束されていると言えます。

2. コードに基づく開示事項

レジュメ16ページをごらん下さい。「コーポレートガバナンスに関する報告書 記載要領」別添1で、「コードにおいて特定の事項を記載すべきとする原則」として、先ほど規範の対象によって実質的に分類した中で、レジュメの10ページから11ページの中で下線を引いた事項ですが、これらの事項についてはコーポレートガバナンス報告書で開示を要します。したがって、

ここに掲げられている事項については、例えば原則 1-4「政策保有株式に関する方針」はコーポレートガバナンス報告書において説明をし、開示をしなければならないこととなります。そのほか、コンプライ・オア・エクスプレインのルールが適用されてコンプライしなかった場合に開示を要するという事項があります。このように同じくコンプライ・オア・エクスプレインと言っても、いわば多層構造的な開示規制がなされています。

レジュメ 16 ページから 17 ページにかけて、根拠規程を記載していますが、時間の関係で詳細は省略させていただきます。

レジュメ 18 ページに移っていただきまして、「法的論点」というのはむしろ会社法上の論点なのですけれども、コーポレートガバナンス・コードができたことによって、株主総会の説明義務の範囲が拡大し得るか、あるいは会社法上要求されている事業報告の記載事項がコードによって影響を受けるかという論点が生じ得ます。具体的な解釈問題としては、会社法施行規則 128 条 1 項にいう「重要な事項」の解釈が、コードの施行によって変わり得るのかという問題です。もしあるとすれば、ここでも会社法の規律と金商法上の規制とが相互に作用し得るということとなります。

3. 実態

実態については、昨年末のガバナンスの対応状況について東証がまとめた資料がございます。お手元の資料 2 をごらん下さい。

4. 開示事項の拡大・充実等

現在、開示事項等の拡大や充実等をテーマに金融審議会のディスクリのワーキング・グループで議論がなされています。コーポレートガバナンスに関するディスクリジャーのところでは、法律で新たに強制される事項はないと私は理解しております。ただ、自主的な開示を妨げるものでももちろんなく、自主的な開示は歓迎されます。

Ⅷ. その他

1. 金融商品取引所の法的地位

レジユメ「Ⅶ. 開示項目以外の事項」は省略し、最後に、レジユメ 19 ページの金融商品取引所の法的地位について一言だけ言及します。金融商品取引所がコーポレートガバナンス・コードを定めることについては、先ほど申し上げたように、金融庁設置法との関係で金融庁の所管から外れているのではないかという疑義を避けつつ、かつ、前述したように有価証券上場規程に取り込まれているコーポレートガバナンス・コードに対し金融庁が監督を及ぼすことも一定の範囲で可能であるということになります。さらに、有価証券上場規程の遵守は、上場契約によって民事法上も基礎づけられています。このような複雑な形態で、独特なタイプのソフトローとして、コーポレートガバナンス・コードを位置づけることが可能であり、その特徴やさらにエンフォースメントを含む同コードが果たす機能のメカニズム等について、これから研究が深められるのに値するテーマであると思います。

最後に松尾先生のテキストから引かせていただいています。松尾先生は次のようなご指摘をされています。このようなコード等を定めることによって、「金融商品取引所が上場会社に対する一種の権力機関化することになる。取引所による取引所ルールの運用については、基本的には取引所の判断に委ねられ、行政当局が取引所の個別判断に事前に介入することはなく、行政当局は取引所に対し事後的に監督を行うにとどまることから、金融商品取引所の判断が重要な機能を果たすことになる。したがって、金融商品取引所は、その判断内容の公正性及び判断に至る手続の公正性・透明性を一層確保することや、その実務対応能力・体制を一層強化することが求められる」。このような考察を踏まえ、松尾先生は次のような立法提案をされます。すなわち、「このような観点から、金融商品取引所の一般的な義務として、誠実公正義務に類する義務を定めることが考えられる」。

誠実公正義務を誰に対する義務として課すのかは非常に難しいところもあ

ろうかと思いますが、他方で、金融商品取引所が非常に大きな権限と影響力を有していることは確かで、ソフトローの欠陥とその是正という観点から、例えばコードの策定の手続の民主性、その正統性をどのように確保するかといった問題があります。そして、何よりも、コードが市場メカニズムに基づいてコンプライ・オア・エクスプレインがきちんと機能することが何よりも重要ですから、今後、コードの定める原則に係るコンプライ・オア・エクスプレインについて、関係者がどのように評価するのかということが大変注目されることではないかと思います。

本日は大変不十分なお報告で、問題点を羅列したにとどまり、何らまとまりがございません。大変申しわけございませんが、いろいろとご教示や、ご指摘をいただければ幸いです。

どうもありがとうございました。

討 議

神田会長 それでは、いつものように皆様方からご質問、ご意見をご自由にお出しただけだと思います。どなたからでも、どの点についてでも結構でございますので、よろしく願いいたします。いかがでしょうか。

川口委員 きょうは、コーポレートガバナンス・コードについて、金融庁設置法を紹介され、金融庁の管轄の範囲に入るのかどうかという問題提起をされました。最後のところで、コードを取引所のルールで定めるという点で、金融庁設置法との関係という問題は回避できると言われました。この点は、確かにそうかなと思いますが、金融庁は、策定に至るまでも相当に関与しているのですが、この点については、やはり管轄の問題が出てくるのではないのでしょうか。

ご紹介をいただいた金融庁設置法の4条26号では、「金融の円滑化を図るための環境の整備に関する基本的な政策に関する企画及び立案」というものがあります。ガバナンスがしっかりしているということは、上場会社の品質保証にもなり、投資者の投資促進につながるとも言えます。そうすると、企

業が資金調達をしやすくなり、その結果、金融の円滑化が図られることになる。広く解しすぎるかもしれませんが、このように考えれば、この規定で行けるような気もします。これに限らず、ガバナンス・コードの策定への関与と金融庁の所掌事務との関係がどうなっているのかというのが第1の質問です。

さらに、自主規制で行うといっても、それ自体が金商法を根拠にするものだと思います。そうすると、上場規程で一定のガバナンス体制を要求するというのが金商法の目的に適合しているのかということも論点になるのではないのでしょうか。

結局のところ、1条の目的規定との関係が問題となるのですが、最後の「国民経済の健全な発展」と「投資者の保護」というのは、究極の目的ですので、それ以前の規定が問題となります。

第一に「有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にする」というものがありますが、これには当たりそうにありません。取引の公正とガバナンスのあり方は、視点が違うような気がします。

第二に、「有価証券の流通を円滑にする」というものもあります。確かに、先ほど申し上げた観点から言うと、品質保証をすれば流通は円滑になるのかもしれませんが、しかし、ガバナンス・コードは流通市場に関する話だけでもありません。

第三に、「資本市場の機能の健全な発揮による金融商品等取引の公正な価格形成等を図る」というのも、ご報告で指摘されたように、ガバナンスと価格形成とは距離があるように思います。そうすると、それに続く「等」に入るのかという話になるのでしょうかね（笑い）。最近、何でも取引所のルールで、という傾向があるように思われますが、ここでは、上場規程でガバナンス・コードを規定することと金商法の目的との関係について、先生のご意見をいただければと思います。

神作報告者 きょうは私自身の考えは全く申し上げておりませんで、これは難問でよく考えなければいけない問題であると思います。

いただいた第1のご質問では、有識者会議においてガバナンス・コードの原案を策定する際に金融庁は共同事務局として関与しているのではないか、やはり金融庁の所管・管轄の問題は生じるのではないか、というご質問と理解しました。このような関与の仕方は、企画立案には当たらないのではないか、むしろ議論の場を提供していたのではないかと理解していたのですが、もしかしたら伝統的な企画立案の解釈とは違うのかもしれませんが。ご教示いただきたいと思います。しかし、議論のフォーラムとして公的な場を提供するというのは、コーポレートガバナンス・コードを策定するに当たり、さまざまな利害関係者の意見を反映するためには非常に重要な機能であり、そのような意味では金融庁が議論の場を提供していたと思いますけれども、私は、それ自身実質的に考えれば大変意味のあることであると思います。そのような場の提供が、金融庁設置法上の一体どの権限に基づいてなされているのかということについては、全く整理されていませんけれども、監督下にある金融商品取引所が策定する自主規制のあり方を論議するに際し、金融庁が議論のフォーラムを提供するのは問題があるとは考えていませんでした。

松尾（直）委員 私は、1990年代後半に大蔵省の金融行政機構改革のときの法令担当で大臣官房文書課別室の課長補佐として、行政法を取り扱っていました。

まず、金融庁設置法ですが、中央省庁等改革が実施される前の設置法、例えば大蔵省設置法では4条と5条に分かれていて、4条が「所掌事務」に関する規定、5条が「権限」に関する規定だったのです。中央省庁改革等による財務省設置法では、5条がなくなって4条に統一されています。神作先生は引用されていないのですが、金融庁設置法4条の27号、最後の号をごらんいただくと、「法律（法律に基づく命令を含む。）に基づき金融庁に属させられた事務」が所掌事務に入っています。行政法の世界には組織法と作用法という概念があって、設置法は組織法ですが、4条27号でいう「法律」は作用法で、ここで作用法と組織法が結びついているわけです。作用法で権限に属させられた事務は、組織法で所掌事務の範囲に入ることです。

その上で、この金融庁設置法4条27号の「法律」の中には金融商品取引法が入るわけです。金融商品取引法117条をごらんいただくと、これは金融商品取引所の業務規程に関する規定です。この「業務規程」は、東証が定めている「業務規程」よりも広い意味であり、「業務規程」という名がついていなくても業務規程の性格があれば「業務規程」に当たります。例えば「有価証券上場規程」は「業務規程」なのです。金商法149条1項に業務規程の変更には金融庁長官の認可が必要だと書かれていますが、有価証券上場規程の変更には金融庁長官の認可が必要だという取扱いになっていて、齋藤課長の市場課で認可する、あるいは認可をしないという事務が行われているわけです。

有価証券上場規程は、金商法117条1項4号「有価証券の売買に係る有価証券の上場及び上場廃止の基準及び方法」に当たります。ですから、金融商品取引所（東証）としては、どういう会社が自分たちの運営する取引所金融商品市場に上場するのにふさわしいかについての基準を定める権限が金商法において認められているわけです。しかも、東証さんは金融庁の認可を受けることが必要だということで、金融庁が個別に認可しておりますので、金融庁による監督が及んでいます。

ですから、民主的統制という意味では特段問題がない。法律に基づいて東証さんも事務をやっているということです。会社法の先生方からいろいろ意見があるのは承知していて、私の意見はまだ弁護士になる前の東大客員教授時代に「商事法務」に論文を書いていて（松尾直彦「金融商品取引法の役割と課題」（商事法務1865号22頁（2009））、それ以来全く変わっておりませんので、実質的にはいろいろご指摘はあろうかと思いますが、申しわけないですけれども法律上の形式論としては全く決着のついていない問題だと理解しております。

神作報告者 松尾先生から法律論についてご教示いただき、ありがとうございます。川口先生からいただいた2番目のご質問は、金商法上の自主規制機関である金融商品取引所による自主規制の目的に対しては金商法の目的規

定がかかってくるはずであるから、金融商品取引所がコーポレートガバナンス体制について定めることが金商法の目的に照らしてその範囲内にあるといえるかどうかというご質問であったと思います。さらに、もしこれを金商法1条の目的規定の範囲内に当たると読むのであれば、文言上どれに該当するかというご質問をいただきました。

そもそも金商法には、公開買付規制ですとか委任状勧誘規則のように、むしろ会社法的な側面もあるので、開示規制・市場取引規制・監督法（業法）とそれ以外の2つに峻別して、前者に当たらなければ金商法の目的には入らないとはいえ、コーポレートガバナンスに関連する事項もそのようなアプローチからは説明が難しい部分がふえてきているということではないかと理解しています。言い方を変えれば、金商法自身の目的と会社法の目的には重なる部分があるのではないかとも思われます。そして、ちょっと抽象的な言い方ですが、重なる部分はもう少し詰めて考えていき、両者の関係とか規範の補完性とか連携のあり方について正面から検討していったほうがいいのではないかというのが、本日のご報告の趣旨でした。

川口先生の2番目のご質問に必ずしも十分に答えることはできないのですが、コーポレートガバナンス・コードに限れば、基本的にはコンプライ・オア・エクスプレインという考え方に基づいており、その根本にある考え方は、情報提供によりコーポレートガバナンスに関する透明性を高め、関係者により評価するというものですから、市場の機能の発揮に期待したアプローチを取っているといえ、金商法1条の目的規定との関係でいえば、「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等」の中で読み得るのではないかとも思われます。もっとも、コーポレートガバナンスに関する情報が本当に価格に影響を与え得るのかどうかについては実証研究等も踏まえてもう少し精密に考える必要があるのかもしれない。

他方、株式会社形態を採用している株式会社金融商品取引所として、営利を追求するという観点から取引所の魅力を高めるインセンティブを与え、努力を促すという観点も無視できないと思われ、そもそも取引所の自主規制の

目的が金商法の目的の範囲内に完全におさまらなければならないかという問題はありそうです。松尾先生の先ほどのご指摘との関係では、金商法 117 条 1 項 4 号「有価証券の売買に係る有価証券の上場及び上場廃止の基準及び方法」にコーポレートガバナンス・コードを含むすべての有価証券上場規程上の規定が該当するのかという問題になるのかもしれませんが。本日のご報告は、何ら結論的なものをお示ししておらず申しわけないのですが、とりあえず川口先生の 2 番目のご質問に対してはそのようにお答えさせていただきます。

松尾（直）委員 先ほどの私のご説明を踏まえると、果たしてソフトローなのでしょうか。ソフトローではないのではないのでしょうか。どちらかというところとハードローに近いのではないかという疑問もあります。その辺は神作先生はどのようにお考えかというのが 1 点です。

2 点目は、先生は 3 ページで委任状勧誘規制に触れられました。私も昔、これも既に先ほどの商事法務論文に書きましたが金融庁は全然取り上げてくれないのがっかりしているのですが、お願いしますね。

今の委任状勧誘規制は、ご指摘のとおり非常に中途半端です。つまり、これは多分アメリカの証券取引所法をベースにそのまま入ったのだと思いますが、委任状の勧誘資料も開示されないし、金融庁も、虚偽の禁止とかはあります（金商法 194 条、金商法施行令 36 条の 4）が、エンフォースする手段がないのです。なので、私の商事法務論文では、神崎克郎先生が『ディスクロージャー』（弘文堂、1978）で委任状勧誘規制には流通市場における証券の合理的な投資判断のための情報提供の機能もあると整理されていたので、反対があるかもしれませんが、開示の制度にしてしまうことはどうでしょうか。つまり、委任状勧誘書類を開示させて、加えて金融庁のエンフォースの対象にするということがあってもいいと思っていますが、先生はどのようにお考えでしょうか。

最近、委任状勧誘は余り話題にならないので、余り取り上げられないのですが、課題としてはずっと残された課題だと思っています。その辺、お考えをお伺いしたいと思います。

神作報告者 第1のご質問は、私のご報告は、コーポレートガバナンス・コードはソフトローであるという前提から出発したのですが、そもそもコード自体がむしろハードローに属するのではないか、という問題提起をいただきました。この問題は、ハードローとソフトロー、あるいは自主規制の定義の問題に帰着すると思います。むしろ、金商法が定めている自主規制機関の策定する自主規制について、ハードローの策定・適用・解釈の場合とは異なるメリットを強調するという機能的な観点からすれば、コーポレートガバナンス・コードや有価証券上場規程などは恐らくソフトローとして位置づけていくことも可能でしょうし、松尾先生のような観点から、これには法的拘束力があるのではないかとのご説明もあり得ると思います。もっとも、有価証券上場規程の中でも、少なくともコーポレートガバナンス・コードについては、「コンプライ」しなくても「エクスプレイン」すればよいというわけですから、そこに掲げられた原則には法的拘束力はなく、そのような観点からはハードローとはいえないという議論もありそうです。いずれにせよ、専ら定義の問題に帰着するように思われます。

2番目の、委任状勧誘規則の取り扱いです。1つは、松尾先生がご指摘のように、開示規制として徹底するという方向性があると思います。

他方で、委任状勧誘規則は、ご報告の中でも申し上げたように、金融商品取引行為とは異なる行為について、議決権の行使に関して行われることであって、開示規制と言っても金商法の方の開示規制とはまたちょっとその意義や機能、規制のタイプが違うのではないかと感触を持っています。会社法が委任状勧誘制度と議決権行使書面制度を機能的に同等に扱っている点も、単なる開示規制としての性格を超えているように思います。委任状勧誘規則を開示規制として純化するという方向性はもちろんあり、金商法の目的により整合的と思われるかもしれませんが、それとは別の道も考えられるのではないかと考えております。具体的には、委任状勧誘規則の違反に対しては、より会社法的な制裁が有効であるように思われます。それは、規律の対象が、典型的に金商法が行っている開示規制とは異なっているためであると思います。

恐らく、同様の議論は公開買付規制にも当てはまり得るかと思えます。有価証券を通じた資本市場というメカニズムとは少し資格の違う市場が問題になっており、委任状勧誘規制と公開買付規制は、より会社法に接近しているという要素があるように思います。

飯田委員 川口先生のご質問の第1点にかかわる、あるいは松尾先生は形式面での法律問題は既に解決済みの問題とおっしゃったところです。

会社法と金商法の交錯する領域の分野のルールは一体誰がつくるか、あるいは誰がつくるべきかという問題を考えるときに、仮に金融庁の権限内だとすると、金融庁は金融庁のロジックでルールをつくるのではないかという懸念が若干あります。その例が、多分公開買付の規制です。例えば全部勧誘義務を公開買付規制に入れるときに、会社法的な発想でいえば、市場で買い付けたものが70%集めたとき、少数株主の保護という観点でいえば、そういう場合でも全部買付義務のようなものを入れても全くおかしくないと思いますが、しかし、どういう力学かはわかりませんが、金融庁の発想だと必ずしもそこはカバーしない、それでよいという結論になっている。

そういうことだとすると、結局、誰がつくるかという問題は、最終的にはルール作成主体がどういうルールをつくるかという内容にややリンクしてくる可能性があって、リンクしてくるのであれば、誰がつくるかは非常に重要な問題になってくると思います。

それを踏まえると、今回のコーポレートガバナンス・コードは金融庁のガバナンスに余りタッチしないというスタンスを大きく乗り越えて、平成26年の会社法改正のときの一定の社外取締役を義務づけることにどちらかの政策的判断を余り示さないという態度をやや乗り越えたような形でのコードをつくることになったとすると、公開買付における金融庁と会社法の役割分担とか、法務省との役割分担と、やや文脈の違う問題なのかしらと思いました。

ちょっと抽象的な質問ですが、例えばドイツだったら第3の法律をつくって会社法でも証券取引法でもなく公開買付法をつくるというやり方がありましたが、会社法と金商法が交錯するような領域について、どういうルールづ

くり、あるいは誰がルールのイニシアチブをとっていったらよいとお考えでしょうか。

神作報告者 大変難しいご質問で、ドイツについては、公開買付法は日本という金商法からは外れて単行法になりましたが、やはり資本市場法の一部という位置づけだと思います。そういう意味では、資本市場法として公開買付規制を構想するのが、飯田先生がおっしゃたように、金融商品取引法とは目的と体系が異なっており、したがって、ドイツでは、公開買付規制は証券取引法ではなされず、単行法が制定されたと理解しています。

典型的には公開買付規制のように、資本市場法と位置づけられるものの会社法の目的や機能と部分的に交錯する分野について誰がどのようにイニシアチブをとって、特に立法論をしていくのかというのは、大変難しい問題だと思います。まず、目的が同じものを1つにまとめて議論するというのは混乱のもとで、例えば公開買付規制や委任状勧誘規制が企業開示規制とは少し異なる性格があるとすれば、それを理論的には他の金商法上の制度から切り離して体系的に考えてみるという観点が将来とられるべき方向で、先ほどのドイツの公開買付規制の場合は、結局のところ、この分野の立法はEUによって外在的に内容が規定されている部分がありますが、他方でドイツに固有の法規制というのもあり、立法論は実質的には学者が書いたグートアハテン(Gutachten)という鑑定意見書が実際には大きな影響を与えています。そして、鑑定意見書は、誰が作成しているかということ、ドイツの場合は、公開買付規制についていえば、会社法と金商法の両分野について詳しい専門家が作成しています。いずれにせよ、交錯分野については、双方の分野について案内のある方や部署がイニシアチブをとって立法を進めていくのが望ましい方向だと思います。

山田委員 今の質問に関連して、コーポレートガバナンス・コードを初めとする諸規程がハードロー的な色彩を持つのであれば、例えば、私が念頭にあるのは独立役員もしくは独立取締役のことですが、各規程が異なる内容の定めをしている場合に、例えば独立役員が1人か複数か、もしくは独立役員の

意味が規程ごとに別の意味合いで使われているという事例のように、もし各ソフトローの目的がそれぞれ別で、最終的にそれがどのように実務として対応したらいいのでしょうか。各規程の目的は当然違うのですが、例えば結果的に監査等委員会設置会社が非常に数をふやしている。なぜかというと、社外取締役を複数導入せよという東証規則があり、今まで社外監査役だった2ないし3名が、そっくり社外取締役に横滑りする。そうすると社外役員をふやさなくていい。そういうことで、これはある種の誘導だと言われていると思いますが、実務はそのように対応している面があって、現在では200社ぐらい、移行を検討しているということです。

私の質問は、誰がつくるかということと、関連して、もし主体が異なるようなソフトローというか規程があった場合に、それがコンプライもしくはエクस्पラインだと思いますが、どのように対応すべきなのか。具体的に今申し上げたような独立役員もしくは独立取締役、あとは監査等委員会設置会社の話を出しましたが、もし何か先生からご示唆いただければと思います。

神作報告者 ご質問のご趣旨は、主体が異なるソフトローというのは、具体的には何を指しているのでしょうか。

山田委員 異なるというか、例えば東証規則で独立役員を1人選任して届けなさいとなっておりますが、コーポレートガバナンス・コードによれば社外取締役を2人以上選任しなさいという形で表面上は異なる形の規定が置かれている場合に、実務としてはどちらに従うべきなのかといったときに、先ほど申し上げたように結果的に2人独立社外取締役を置けばこの問題はクリアできるのではないかという形で、1つの解決方法としては監査等委員会設置会社への移行が進んでいるようにニュース等で見聞します。

それは1つの例として、例えば具体的にそれぞれの諸規程が異なる形の規定をした場合、当該規定を誰がつくるのか、それがハードロー的な色彩を持つのかということと関連して、それが表面上多少矛盾するような形になった場合に、それはどのように調整していけばいいのかというご質問です。実際には、国が策定するソフトローでなければ、事実上強制力がないので、ほ

とんど実現可能性がないのではないか、ということです。

神作報告者 ソフトロー自体が競合するということは、十分にあり得ることで、国によっては統一的なコーポレートガバナンス・コードがなく、複数のコードが存在している場合もあります。そこで提示された規範が一致しないというときは、ベストプラクティスが何かについてまだ確定していないということだと思います。ベストプラクティスの候補が複数あるという状態だと思われます。その中で、各企業が、どのコーポレートガバナンス・コードに従うかを明らかにした上で、コンプライ・オア・エクスプレインによって自己の行動を説明し、それを市場が評価していく、市場関係者が評価していくということになると思います。コーポレートガバナンスについての基本的なコードの考え方は、ガバナンスについては one-size-fits-all というのではなくて、むしろいろいろ多様性がある。そういう前提のもとでは、ご指摘のように、ベストプラクティスが何であるかについてのスタンスが異なるというケースが生じることは、大いに想定されます。その場合は、それぞれのコードの策定主体が、自らの信念に従ってベストプラクティスと思われる規範を提示し、コンプライ・オア・エクスプレインの下で、市場によって判断していきましようということだと思います。

飯田さんから先ほどご指摘があったと思いますが、その中で日本の現状がやや特殊なのは、例えば独立取締役については社外取締役である独立役員1名以上の設置があるべき規範であるという一種の規範が、どのような経緯を経て生まれてきたかという点にあると思われます。法制審議会において、「金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要があ（り）、（そ）の円滑かつ迅速な制定のための金融商品取引所での手続において、関係各界の真摯な協力がされることを要望する」という附帯決議がなされたことは、これまでなかった手法であり、また、実際に東京証券取引所は、附帯決議を受けて、取締役である独立役員1名以上の確保に係る努力義務（東証上場規程445条の4）を定めたことは、興味深い事例だと思ひ、ご報告の中で取り上げた次第です。

後藤委員 先ほど飯田先生もご指摘された点ですが、公開買付の話とガバナンスの話は、同じ金商法と会社法の交錯といっても少し違っているだろうという印象を私も持っております。どちらかというとならばガバナンスのほうは、うまくいかないことが起きているというよりは、お互いにそれぞれワンステップずつ踏んで、仮に社外取締役がふえるのがいいことだという前提を置くのであれば、そちらのほうに少しずつ協力し合って進んでいるようなところもあると思います。そこをきっちりすみ分けなければいけないのかというと、そこは余り問題はないような気もしています。

結果オーライだからいいじゃないかと言っていいのかというのはまた問題があるところですが、ではなぜ会社法だけで済まなかったのかというと、会社法は会社法で一般法なので、上場会社についてはこうしろというルールを正面切っては書きにくいという印象がどこかしら頭の中にあって、それで上場会社の特殊なルールは金商法の中に置くという意識で、恐らくすみ分けが行われていたような気がします。委任状勧誘規制なども、上場会社でしか問題にならないのでそちらにあったということが一部分はあるのかなという気がしています。

そうすると、今回は金商法の観点からということでしたが、平成26年改正で正面から上場会社と言わずに金商法上有報を出している会社というくくりですが、その場合には社外取締役についてこういう開示をしなさいということ正面から書いた。その意味では、会社法のほうが逆にその縛りが緩くなって、一度やったことは先例になるので、今後会社法で上場企業に限ったルールを置くことは多分もう何の抵抗もないはずだろう。そうすると、金商法のほうに無理やり押しつけていたのかもしれない部分が、ひょっとしたら会社法のほうに戻ることも今後あるのかもしれないような気はしています。

ただ、ガバナンスのことはそういうことでうまくいくような気もしますが、公開買付のほうは、飯田先生がおっしゃったようにお互い違うことを考えたような説明になってしまうところが問題で、先生が紹介された平成26年改

正で結局議決権の差しとめがうまくできなかつたというところですよ。

3ページの上にかかれてある谷垣大臣の答弁はこれだけ読むと意味が通じない話で、公開買付規制の違反があったからといって、そこまで認めるのが相当かは疑問であるというのは、相当だと思っているからこういう提案をしているのであって、理屈になっていないのですが、この裏を読むと、結局それは会社法としては売却機会を奪われた株主に対してコンペンセーションを与えることは必要で、それをとめるためにはサンクションとしてここまでやる必要があるというのは会社法のロジックとしてはあるけれども、金商法のほうはそういうためにつくった制度ではなく、あくまで情報開示のためにやっている。それによって株式売却の機会が株主発行(?)されるとかということがあったとしても、これは結局、金商法的には反射的効果にすぎない。やっているほうが反射的効果にすぎないと思っていることに会社法がたまたま乗っかって、これがいいからこれを使おうということで、そこにそんな過激なサンクションをかけていいのかということ、それはやはり違うのではないかということが多分この背後にはあります。金商法が、そこも含むと言ってくればいいけれども。

なので、会社法は、これはたしか経緯としては金融庁が法制審で提案をされて、ではということで検討したけれども、結局金融庁としてあくまで公開買付規制は開示のためだというたてつけが崩れないので、せっかく歩み寄ったのに振られたというところがありました。こういうところになってくると、切り方が違うところがうまくいかないことが出てくるのかなという気がします。なので、拘束といっても、飯田先生がおっしゃられたように分けて考えることが重要なのかなという気がします。

それはただの感想ですが、ちょっと違う話で1点ご質問させていただきたいと思います。ガバナンスのほうに話を戻して、今度のガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレインの義務が東証の10条規定の遵守事項の中に入っています。ドイツはこれが株式法に入っているということで、そういうことも考えられるのではないかとご提案があったかと思っています。

まず、そうしてしまうと、さっきの松尾先生の説明が成り立たなくなるような気がしなくもなくて、これを会社法に書くのか金商法に書くのかという問題があります。会社法に書けばいいのですが、その問題が1つあります。

もう1つの問題として、今何か問題が起きているのかということがあるような気がします。まだ猶予期間内でしょうから、コンプライ・オア・エクスプレインをしなかった企業がどれだけあるかは、多分あと半年ぐらいたってみないと最終的にはわからないと思いますが、これで現実にはみんなエクスプレインをしたのであれば、恐らく現状でも何の問題もないわけです。整理としてちょっとすっきりしないところが残るのかもしれませんが、問題がないということになります。

仮に、現状でコンプライ・オア・エクスプレインが行われなかったとすると、その後は、東証のルールでいった場合にはサンクションとして一番厳しいのは上場廃止になるわけで、上場廃止になると一番割を食うのは株主なので、会社法ないし金商法の義務としたほうが、違った形のサンクションをかけることができる。一番ひどい場合には刑事罰を科せる、もしくは過料がいけるということになりますが、そのほうがいいというご判断でこういうご提案をされているのか、それとも体系的な整理としてのご提案なのか、その先生のお考えの背後にあるものを伺えればと思います。よろしくお願いします。

神作報告者 いろいろなご指摘とご質問をいただきました。いただいたコメントについて1点、またご質問に対しお答えさせていただきます。平成26年改正会社法に際し、法制審議会の「会社法制の見直しに関する要綱」（平成24年9月7日）で提案された公開買付規制違反の者による議決権行使の差止請求権の法定化が、結局のところ、開示規制であるとの規制目的との関係で会社法上の効果を認めるのは過剰であるとの判断があったとのご指摘、大変ありがとうございます。「要綱」では、公開買付規制に違反した場合は違反者の議決権行使に対する差止請求権を株主に認めるという法律構成を採用していました。これに対し、例えばドイツなどだと、違反者の議決権の

停止という形になります。目的は金商法と会社法で違うので、目的の議論をしたらすり合わないのは当然だと思うのです。ドイツはどのような議論をしているかという点極めてシンプルで、公開買付規制違反に対するサクションとして、適切なサクションは何かという観点から議論しているのです。そこで、議決権を一定期間停止するという法律構成を採用しているのです。違反者以外の株主に差止請求権を付与するという法律構成ではありません。なお、議決権が停止されるだけで剰余金配当などはもらえます。どのようなサクションを与えるのが金商法の違反に対して適切かという観点から議論しているのです。このように、端的に違反に対してどのような制裁が必要か、エンフォースメントの観点から議論するという議論の仕方でも1つあり得るのではないかと思います。

それから、ご質問いただいたコンプライ・オア・エクスプレインについて、むしろそれを法規範化する場合には、会社法で行うのか、金商法で行うのかというご質問と承りました。私のご報告の中で、確かに「コンプライ・オア・エクスプレイン」の規範を法規範化する可能性について申し上げたのですが、そうすべきだという主張をしたつもりはなく、理論的にはそのような可能性もあり得るということ述べたのに止まっています。日本においても、有報提出会社において社外取締役を選任しない場合は、まさにコンプライ・オア・エクスプレインが法規範として会社法上課されているので、場合によってはそのような手法をとり得る、あるいはとるべきだというケースもあるようにも思います。

そのときに、まさに後藤先生にご指摘いただいたように、適切なサクションがどうあるべきかという観点は大変重要で、適切なサクションとして、法律上の義務としたほうが良いケースもあり得ると思います。その際、会社法上の制裁と金商法上の制裁では、制裁の内容や実効性、制裁にいたるメカニズム等が大きく違う点を考慮する必要があります。では、具体的にコーポレートガバナンス・コードに係るコンプライ・オア・エクスプレインについて、どのように考えるべきかということですが、日本では後藤先生ご指摘の

とおりコンプライ・オア・エクスプレインの違反について、現状がどうであるのかという実態の認識を踏まえつつ、少なくとも当面はソフトローの問題として対処するのが適切であるように思います。繰り返し申し上げますように、コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方は、コーポレートガバナンスに関する情報の開示を充実させ、市場によって評価するというものだと考えるからです。しかし、将来はそのうちの一定の事項については法的な義務としてコンプライ・オア・エクスプレインを課すということもあり得ないではないように思います。これは、個々の事項について、ソフトローとしてのコンプライアンス・オア・エクスプレインの規範の運用の実態に鑑みつつ、個別に検討すべき問題であると考えます。

また、ちょっと戻って恐縮ですが、後藤先生が指摘された会社法の中にも、上場会社とか有報提出会社という概念を設けてそれにふさわしいルールを与えていくという方向性は、私は進むべき道としては正しい方向で、そのような方向を促進していくことが望ましいと考えているということだけ、一言つけ加えさせていただきます。

後藤委員 たびたび申しわけありません、1点だけ補足です。さっきの議決権停止のところ、私がまだ法務省にいたころ、まさにサンクションとして説明しようという話はあったのですが、ドイツは結局、公開買付規制があって、ドイツ的な公開買付規制のサンクションとして何がいかというと、こういうものができていると思います。日本で公開買付規制を前提に出発すると、今の日本型の公開買付のサンクションになってしまう。

そうすると、その中には市場買付の場合にも入っていないし、結局それは3分の1をとるときには公開買付でやりなさいという規制のエンフォースをするためには何が必要かということになってしまう。そうすると、その後に議決権をとめることは、別に何の役にも立たないのではないか。それで負担にはなるけれども、ストレートにはつなげてこない。何でも負担を重くすればいいというものではないとすると、日本型の公開買付規制を前提にしていると、どうしてもそちらのほうには流れていかない。

そうすると、会社法で受けるとすると、やはりどちらかというところEU、ヨーロッパ的なものを念頭に置きつつ、そういう機能が一部にはあるのでということにしたのですが、うまくいかなかった。やはりこの問題の大もととは金融庁が公開買付規制をどう設計するかということになるのですが、これが残された株主のためと言ってしまうと、それもさっきの設置根拠との関係でまた大分離れてしまうので、では会社法のほうでそれをとれるかというところ、もうあるものがとれるわけでもないで、膠着してしまったというところかなと思っています。

神作報告者 日本の公開買付規制が事前規制であるため違反を事後的に治癒できない点で、ドイツ法を参考にするには限界があるというのは、ご指摘のとおりだと思います。しかし、そのようなロジックでいくと、大量保有報告の義務違反に対しては、およそ議決権の停止はあり得ないということになりますか。EU等では、大量保有報告義務の違反に対しても、議決権の停止を認めている国があります。

後藤委員 大量保有報告書は、違反が判明した時点ですべき情報が出ているということになりますので、そこから出すためにとめるという督促もなかなか説明ができないので、それはたしか法制審議会の段階でも途中で公開買付に絞っていたかと思います。

松尾（直）委員 後藤先生のご指摘は大変大事だと思っています。結局、会社法において有価証券報告書提出会社や上場会社という概念が金商法からの借用概念なので、気持ち悪いところがある。これを解決しようとしたのが上村達男先生の「公開会社法」の理論だと思います。会社法サイドでそういう考え方をどう受けとめるかという問題だと思います。徹底すれば「公開会社法」になるのではないのでしょうか。ただ、そこまで徹底しないから現状にとどまっているわけです。それは1つの考え方で、私はそれでもいいと思っていますのですが、それについて指摘だけしておきます。

公開買付規制違反の会社法における効果について、これは金融庁の提案ではありますが、三井さんには申しわけないですが、私は余り賛成できません。

なぜかという、実務をやっていると、そもそも公開買付規制違反の認定が難しいのです。しかも、軽微で悪質でない違反のケースは特に公表されていないように思われます。金融庁は、適切に裁量型の運用をしているように思われます。実務的感覚としては、違反があったらすぐに議決権停止というのはどうかと思います。

ドイツは、そもそも違反の認定は誰がやっているのでしょうか。BaFin がやっているのでしょうか。議決権停止につなげるために、誰がどうやって認定すればいいのか、裁判所が認定するのでしょうか。その辺がよくわからないので、もしご存知であれば教えていただきたいです。

神作報告者 私も詳細を存じ上げていないわけではないのですが、実際に紛争が起こっていて、議決権が停止されているはずの公開買付規制等の違反者が議決権を行使しているというので、決議取消しの訴えが提起されています。そのような裁判において、最終的には裁判所が違反の有無を認定することになります。最終的には裁判所が決めるというのがドイツの考え方だと思います。

松尾（直）委員 ドイツの裁判所はそんなに有能なのでしょうか。

中東委員 ちょっと違うところになりますが、先ほどのエンフォースメントに少し関係するかもしれませんが、コーポレートガバナンス・コードが入ったことによって、会社法制について法的論点が2つぐらいふえるのではないかという問題提起をしてくださったと思います。その1点目の、株主総会の説明義務の範囲が拡大することについてですが、具体的にどういう場面を想定されているのか、お教えいただきたいと思います。というのは、説明義務といっても、ある議案に関して決議取り消し等の対象にならない限りは、何もエンフォースメントのない話になるかもしれないからです。

神作報告者 何か具体的な例があるのかと言われると必ずしもそうではないのですが、例えば政策保有株式の開示との関係で株主総会に関連する議案が出されたようなときに、それに絡めて質問が出てくる、つまり株式の保有方針あるいは政策保有株式とそれ以外の株式保有との境界とか、そういう形で

の質問はあり得るのかなと考えておりました。また、その説明が、取締役の任務懈怠違反の立証活動などに用いられるということもあり得ると思われま

加藤委員 ただ今の中東先生のご質問と関連するのですが、16 ページでは、コーポレートガバナンスに関する報告書の内容に変更が生じた場合の提出時期は、上場規程の419条の2項によると、変更が生じた後、最初に到来する定時株主総会の後、遅滞なく、と記載されています。そうすると、例えば、直前の定時株主総会の次の日に生じた事項については1年間開示しなくてよいという理解で正しいでしょうか。

もう1つ、18 ページで、事業報告の記載事項は拡大し得るかという話について、お伺いしたい点があります。この重要な事項の中に、本来コーポレートガバナンスに関する報告書の中で開示しなければいけない事項が含まれるのであれば、いわば東証の規程に従って開示される前の段階で、重要な事項として事業報告の附属明細書に開示しなければいけないという形になりますが、開示すべき時期に関する規律がちょっとごちゃごちゃしているので、整理していただけると大変助かります。

神作報告者 上場規程419条は、コーポレートガバナンスに関する事項については、同条2項において定時総会の日以降、遅滞なく提出することとされています。ただし、その事項がそのほかの開示すべき事項に当たれば、それは当然開示しなければならないと思いますが、上場規程の読み方としては、加藤先生が最初に言われたとおりに、定時株主総会の次の日に生じた事項については1年間開示しなくていいというルールを規定していると理解していました。

後者のご質問は、定時総会の後でいいと言いながらも、もし重要な事項に当たるとすれば、結局のところ事業報告の附属明細書に記載しなければならないことになるというご趣旨でしょうか。

加藤委員 そういう解釈になるのかと。

神作報告者 もし当該事項が重要な事項に当たればそういうことになるので

すが、そういう解釈は体系的に見てそもそもとり得ないというご指摘でしょうか。

加藤委員 適時開示のルールが適用される事項と、コーポレートガバナンスに関する報告書による開示のみで足りる事項を区別する必要があると思いますので、一般的に議論するのは難しく、具体的な項目ごとに考える必要があるかもしれません。

もう1点、追加でよろしいでしょうか。神作先生は、ご報告では簡単にしか触れられなかったのですが、5ページで、法的事項としては規制することが困難または不適切な事項として、例えば具体的にどういった事項が海外などで議論されているのかということを知ることができたらと思います。

神作報告者 この点は、ある外国の文献を読んでいて、なぜコーポレートガバナンス・コードがこれほど短期間で急速に世界中に広まったのか。その理由の1つとして、コーポレートガバナンス・コードは、取引所と国が協力しながら策定するケースがもっとも多いのですが、どうして国が積極的に関与するかという理由の中で、結局、当局の権限をこのような形で広げ得るので国は積極的なのではないかと指摘した文献があったので、それを参考にしたものです。たしか、その論文でも特に具体的な事例まで挙がっていたわけではなく、抽象的に、コードというのは策定するのが簡単であり、しかも、当局にとっては、事実上の規制権限の拡大やコントロールを利かす可能性を増大させることができるという指摘です。

松尾（直）委員 また、私のうがった推察ですが、なぜ今回金融庁が関与したかという点、金融庁が関与しないとうまくいかないからでしょう。これは過去の経験で、大森市場課長のときに、東証さんはOECDのコーポレートガバナンス原則に倣って2004年3月に「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を公表しました。この原則については、東証の「上場会社コーポレート・ガバナンス委員会」において議論されていました。金融庁はこの委員会には単にオブザーバー参加で、当時私は国際課の証券担当企画官で、委員会の議事録を見ていたのですが、経済界の委員の方々が物すごく反対していて、

東証さんは気の毒なぐらいの状況でした。

だから、コーポレート・ガバナンスについては、政府が入らないとうまくいかないという現実的な考慮ではないかというのが私の推察です。金融庁が権限を広げたいとかそういうことではなくて、私の説によると権限はもともとあるわけですから、金融庁が入らないとうまくいかないという実態があるからではないかというのが私の推察です。結論として、結局、うまくいったわけです。官邸も後押ししていましたから。

中東委員 なるほどとお聞きしました。先ほどの法制審の附帯決議のところで、なぜわざわざ金融商品取引所の規則に触れているかということ、東証で決めるとなると、お客様に対して規制しないといけなくなるから、もう少し違うところでオーソライズする必要があるという認識があったからなのではないでしょうか。松尾先生のおっしゃるとおりだなと思います。

飯田委員 今のお話を総合すると、4ページで日本のコードの遵守率が高いというご説明があったと思いますが、それは端的に金融庁の影がちらつくからという説明が若干思いつきます。(笑)ただ、ここでレジユメあるいは先生が口頭でおっしゃったのは、日本の遵守率の高さは上場規程と結びついているからではないかということをおっしゃったと思います。

松尾(直)委員 そうですよ。そこまで入れ込むのに……。

飯田委員 そうなのですが、ただ、この原則の内容自体を見ると、余りエクस्पラインするようなものが余りなくて、上場会社がもともとやっていたことを文書化したというところがかかなり多いと思います。逆に言うと、日本で全然ないものでいえば、例えば女性役員を一定数以上選びなさいというのが仮にコードに入っていたとすると、多くの会社がエクस्पラインしたのだらうと思うわけです。なので、レジユメに書かれていること、あるいは先生が口頭でおっしゃったことから、日本の遵守率の高さというのは必ずしも説明できないのではないかと思います。

神作報告者 コンプライの場合も含め、その評価やエクस्पラインの評価がきちんとなされることが、コーポレートガバナンス・コードが機能する最大

のポイントであると思います。例えば、コードの原則 4-3 は、取締役会が独立した客観的な立場から役割を果たしている旨を定めています。原則 4-3 は資料 2 を見ると 98.5% の実施率です。これが本当の数字かどうかという疑問もあり得るように思います。(笑)

飯田委員 コンプライしてしまえば、説明は特に要らないということではないでしょうか。

後藤委員 今のお話を聞いて思ったのですが、説明をするときも、たしかイギリスだったでしょうか、「やっていません」というのが説明になるような、すごく形式的な説明でオーケーというのがあったかと思います。そうすると、さっき私が言ったことに戻るのですが、これに違反したというのが、果たして紙を出さない以外にあり得るのかというと、非常にくだらない(?) 気がします。また、「遵守しています」と言ってしまえる可能性もあるような気がするのです。

そうすると、上場規程でやるにせよ、ドイツみたいに法律でやるにせよ、このコーポレートガバナンス原則を見て、コードを見て、コンプライ・オア・エクスプレインのどちらかでちゃんとやったということはどうやってエンフォースするのだろうかという問題が、実は一番大きいような気がします。

東証さんはきょうおられるのでしたか。そのあたりは、とりあえずまずやるのが大事だという方向性なのか、あるいはすごくいろいろまとめておられると思いますが、中身もチェックして、この説明ではいま一つとか、九十何%も遵守しているというのは本当かということなどは、今後どのようにやられるのか。言うことができることだけで構いませんので、ご教示いただければ幸いです。

富田オブザーバー 私は部署が法務におりまして、上場と違うところにいるので、余り不正確なことは申し上げられないというところもありますが。

私が聞いているところでは、きょう先生にお配りいただいている資料 2 にもありますが、ご指摘のようなところは課題点の 1 つとは認識しています。今年度は初年度ということで、フォローアップ会議の中で引き続きそのあた

りの対応策を考えていこうというふうに聞いています。

あと、せっかくなので、よろしければ。先ほどもう1つご質問をいただいたコーポレートガバナンス報告書を変更した場合の提出方法のところですか。今、規則を確認したところ、おっしゃるとおりで、総会后、遅滞なく提出をとあります。ここは、施行規則で定めている事項については、総会后、遅滞なく提出することができるという「できる」規定になっています。そういう意味では、原則、その都度開示してください、提出していただくことも可能ですが、上場会社の実務とかを考えると、毎回その都度提出するというのは負荷がかかりますので、総会后でもいいですよというつくりになっているのかなと思います。ちょっと話がずれましたが。

神田会長 大分いろいろご意見をいただきましたが、ほかにいかがでしょうか。——よろしいでしょうか。

非常に難しい問題をたくさんご議論いただいて、ますますわからなくなったところもあると思いますが、非常に活発なご議論をいただきました。本当にどうもありがとうございます。まだご質問とかご指摘があるかとは思いますが、そろそろ予定の時間が近づいておりますので、以上とさせていただきます。神作先生、どうもありがとうございます。

次回以降の研究会について、若干申し上げさせていただきます。次回の研究会ですが、お手元の議事次第にありますように、5月11日、水曜日の午後2時から、松尾健一先生からご報告をいただく予定となっておりますので、よろしくお願い申し上げます。

その次が7月20日、そして9月と11月についても、お手元にあるようにそれぞれの水曜日を基本に計画させていただいております。鈴木竹雄先生の時代以来、水曜日というのが法制審の商法部会の定例日であると同時に、この研究所でお世話になっている研究会の伝統となっております。本日は年度末のため火曜日になりましたが、原則としては、水曜日を伝統ということで調整させていただきます。

ただ、そうはいつでも、法科大学院が設置されて以来、先生方の授業負担

が重くなっておりなかなか日程が合いません。報告者の先生方のご都合を優先させて決めさせていただきますので、ご都合が合わない先生方もおられると思いますが、大変申しわけございません。1月、3月については、別途日程調整をさせていただきます。

また、別途事務局からメールさせていただいているかと思いますが、前半の先生方には今月末に原稿の提出をお願いしておりますので、そちらのほうもご協力いただければ大変ありがたく存じます。

それでは、本日も大変活発なご議論をたくさんしていただきまして、どうもありがとうございました。本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。

金融商品取引法研究会（第11回）

金商法から見たコーポレートガバナンス・コード

2016年3月22日

東京大学 神作裕之

1 問題意識

資本市場法（金商法）の観点から見たコーポレートガバナンス・コード

2 前提

（1）金商法の規制目的と規制対象

金商法は、コーポレートガバナンスに関してどこまでを規制対象とし得るか？

金商法の会社法化とその限界

●江頭憲治郎「会社法制の将来展望」上村達男編『企業法制の現状と課題』（日本評論社、2009年）123頁

【参照条文】金融庁設置法3条・4条1号・26号

投資情報を金融商品等の価格に迅速に反映させる政策を立案することは可能

「資金の効率的配分」を超えてコーポレートガバナンスに係る政策立案をすることは金融庁の任務・所掌事務を超える

【参考】

アメリカの経験

（i）SOX 法制定前

連邦証券取引法

⇒開示規制＋詐欺禁止規制

州会社法

⇒コーポレートガバナンスに関する事項

（ii）SOX 法

2002年 SOX 法

開示規制

⇒継続開示に係る財務報告の適正性を証明する義務を CEO および CFO に課す（SOX 法 9

06条)

⇒財務報告に関する内部統制体制と開示に係る統制体制の構築・運営を義務付ける権限をSECに付与 (SOX法302条・404条)

コーポレートガバナンスに関する実体的規制

⇒発行会社による取締役に対する貸付けの原則禁止 (SOX法402条)

⇒監査委員会の独立性について一定の条件を満たさない場合には上場を認めない取引所規則を定めるべきことを取引所に求める規則をSECが作成すべき義務 (SOX法301条、取引所法10A条(m)、SEC規則10A-3)

(iii) ドッド・フランク法

2010年ドッド・フランク法により、報酬委員会の独立性についてもSOX法における監査委員会の規制と同様の規制が導入される

もっとも、これらの法律およびSEC規則においては「独立性」の具体的基準が定められているわけではない

⇒証券取引所の上場規則に委ねる

たとえばニューヨーク証券取引所の上場規則では、従業員性や業務執行性、経済的依存関係等の観点から独立性を満たさない場合を列挙しつつ、当該上場会社と重大な関係を持たないとして個々の会社の取締役会において「独立性」がある旨を明示的に決議するものとされる

(2) 金商法におけるコーポレートガバナンスに関連のある規制

(イ) 有価証券報告書におけるコーポレートガバナンスに関する開示

(ロ) 内部統制報告書・確認書制度および内部統制監査報告書制度

「当該会社の属する企業集団及び当該会社に係る財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するために必要なものとして内閣府令で定める体制・・・」(金商法24条の4の4第1項等)

(ハ) 公開買付制度

開示規制から出発

義務的公開買付制度・全部買付義務の導入により変質?

【参照】

会社法と公開買付規制の補完性を前提に、両者の規律をリンクさせる試み

公開買付規制違反の者による議決権行使の差止請求権の法定化の試み(法制審議会「会社法制の見直しに関する要綱」(平成24年9月7日))

(趣旨)「会社支配の公正を確保し、株主の利益を保護する観点から、金融商品取引法上の公開買付規制のうち、いわゆる3分の1ルール等について、重大な違反があった場合に規制に違反した株主以外の株主が、違反した株主による議決権行使の差止めを請求することを認める

法案に盛り込まれなかった理由の説明

「金融商品取引法における公開買い付け規制の違反があったからといって、株式売却の機会を奪われた株主に対して、損害賠償請求等による損害の回復という方法を超えて、他の株主の基本的な権利である議決権行使の差し止め請求権まで認めるのが相当かは疑問であるという強い御指摘がありました。」(平成26年4月23日衆議院法務委員会会議録【谷垣法務大臣答弁】)

<http://www.shugiin.go.jp/internet/itdb_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku/000418620140423014.htm>

(二) 大量保有報告制度

開示規制

目的の変容

(ホ) 委任状勧誘規則

会社法との関係もっとも密接(取引行為とは無関係)

会社法の規律との補完関係がより明確

委任状勧誘を行っている場合には、会社法上の議決権書面行使制度の適用を除外(会社法298条2項、会社法施行規則64条)

さらに、金商法施行令36条の3

【参考裁判例】

●東京地決平成17年7月7日判時1915号150頁

●東京地決平成19年12月6日判タ1258号69頁

(へ) 金融商品取引所制度—とくに自主規制機関としての金融商品取引所によるコーポレートガバナンスに関する自主規制

(3) なぜ、金商法とコーポレートガバナンスとの接近の傾向が生じているのか？

➤株式市場とコーポレートガバナンスの密接な関係

会社支配権の市場を通じたコーポレートガバナンス

➤コーポレートガバナンスの質の向上

・株式市場の国際的な競争、他の市場との競争—株式市場の魅力を高めることが取引所の盛衰に直結

・とくに分散所有型の株式市場を有する場合には、株主によるコーポレートガバナンスには大きな限界があり、ガバナンスの質の確保について深刻な問題が惹起

【参考】機関投資家のスチュワードシップ責任

①最終投資家(受益者)の保護—最終投資家に対するインベストメント・チェーンの一端に位置する機関投資家のスチュワードシップ責任

②コーポレートガバナンスの欠陥の是正

3 コーポレートガバナンス・コードの性質等

(1) ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コード

①ソフトローの意義と種類

(イ) ソフトローの意義

ソフトロー＝「正統な立法権限に基づき創設された規範ではなく、原則として法的拘束力を有しないが、当事者の行動および実践に大きな影響を与える規範」(Francis Snyder)

(ロ) ソフトローの種類

(i) 「慣習に由来するソフトロー」と「人為的なソフトロー」

コーポレートガバナンス・コードは「人為的なソフトロー」

規範性やエンフォースメントの強弱は、各国のコーポレートガバナンス・コードにより大きく異なる

➤実質的な作成主体は、金融庁と東証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」<<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/>>

(ii) ハードローとの関係

多様な関係(授権型/非授権型、代替型/補完型/独立型、商慣習によるハードローへの組入れ型など)

コーポレートガバナンス・コードの場合

規制領域の区分け、ハードローとの機能分担等は国により様々

・多くの事項を法律事項として規律し、また、取引所の自主規制で規律する国として米国
e.g. SOX法、SEC規則、上場マニュアル303A条

・コードの規範を会社法・金商法上のガバナンスに関する法規範を補充するものとみるか、代替するものとみるか

・コンプライアンス・オア・エクスプレインの義務自体を法律で定める国として独など

➤コードに実質的に含まれる一部の事項についてのみコンプライ・オア・エクスプレインの義務を法律で課す国として日本(「社外取締役を選任することが相当でない理由」)

➤取引所上場規程としてのコーポレートガバナンス・コード(⇒詳細は、4)

②規範性の強度

規範の内容の拘束力・規範性の程度

—コーポレートガバナンス・コードの遵守率は国により大きく異なる

—規範の強さ(ベストプラクティスかどうか)についても認識に差がある

—コードの個々の規範の正統性、さらには、コード自体の正統性に対する認識の違い

➤実施率(添付の資料参照)

③規範の策定・改定主体とそのプロセス

取引所

国（政府委員会を含む。）

発行会社（企業）

機関投資家

もっとも典型的なパターンは、国と取引所が協力し、場合によっては投資家の関与の下、コードを策定し、国が承認する

⇒見直しや変化への対応を柔軟・迅速に行える

法律事項としては規制することが困難または不適切な事項についても、事実上の規制を及ぼし得る

【日本コード】「本コード（原案）の将来の見直し」第16

「・・・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。」

④解釈

策定主体が公権的な解釈をするわけでは必ずしもない

適用を受ける者（発行会社）がその趣旨を理解し、自ら解釈・適用する

⇒コーポレートガバナンス・コードの大きな特徴

【日本コード】「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」第10（下線は報告者）

「・・・（「プリンシプルベース・アプローチ」）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。」

⑤エンフォースメント

自主規制に基づくサンクション

慣習・慣行に基づくサンクション

コーポレートガバナンス・コードの場合⇒「コンプライ・オア・エクスプレイン」
基本的な考え方は、遵守しないことにより直接的な制裁が科されるわけではなく、市場参加者等の評価に委ねられる

取引所規則として組み込まれている場合には、たとえば、コンプライ・オア・エクスプレインについては義務化され、それに違反した場合には自主規制によるサンクションが科され得る（極端な場合には上場廃止など）

（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・コードは、英国発祥のコンプライ・オア・エクスプレインの規範を伴うことが多い

【日本コード】『プリンシプルベース・アプローチ』と『コンプライ・オア・エクスプレイン』第12、下線は報告者)

コンプライ・オア・エクスプレイン＝「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。」

（イ）メリットとデメリット

【メリット】

①すべての企業にとって、ベストプラクティスは1つであるという考え方（one-size-fits-all）に依らない柔軟性

②開示やコンプライしなかった場合のエクスプレインを求めることによりガバナンスの透明性を高める

③エクスプレインについて、市場関係者等は、場合によっては経営陣との対話等を通じて理解し、評価する

⇒コンプライ・オア・エクスプレインは、開示を通じて透明性を高め、市場によりコーポレートガバナンス・コードのエンフォースメントを図る

④さらに、場合によっては、コードの各規範の改善に結びつき得る

①～③のプロセスの結果として、コードの内容自体が修正・改善され得る

【デメリット】

- ①発行会社が、期待されたようにコードを解釈・適用せず、形式的にコンプライする
- ②発行会社により有用な情報または意味のある情報が提供されない
- ③説明を理解し評価するのではなく、遵守していることを単純により高く評価する傾向が投資家に生じる
- ④他の市場関係者等がたとえば「株主との対話」に乗じて、この制度を濫用するおそれ

⇒コンプライ・オア・エクスプレインは有効に機能し得るのか？

- ・市場参加者の行動に本当に影響を与え、ベスト・プラクティスをもたしているのか？
- ・発行会社が負担するコストに比して、コーポレートガバナンスの質の向上が上回るのか？

(ロ) コンプライ・オア・エクスプレインの法規範化

➤法律の規定に基づくコンプライ・オア・エクスプレイン (独)

➤取引所の自主規制として、コンプライ・オア・エクスプレインの義務を法規範化
当該規範の違反に対しては、取引所による制裁など

【参照】

平成26年改正会社法による社外取締役を置くことの不当性に係るコンプライ・オア・エクスプレインを法規範化

会社法327条の2 (社外取締役を置いていない場合の株主総会における説明)

会社法施行規則124条2項 (事業報告における開示)

会社法施行規則74条の2第1項・2項 (株主総会参考書類における開示)

社外取締役を置くことが望ましいという規範は、少なくとも会社法上は明らかではない
上場会社については、社外取締役1名以上の設置の努力義務が上場規程上規定されている

【参照】

●法制審議会「会社法制の見直しに関する要綱及び附帯決議」

「附帯決議」

1 社外取締役に関する規律については、これまでの議論及び社外取締役の選任に係る現状等に照らし、現時点における対応として、本要綱に定めるもののほか、金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要がある。

2 1の規律の円滑かつ迅速な制定のための金融商品取引所での手続において、関係各界の真摯な協力がされることを要望する。」

4 コーポレートガバナンス・コード

(1) 適用範囲

市場第一部および第二部に上場する会社、マザーズ、JASDAQの上場会社に適用

コードの一部を実施しない場合には「コンプライ・オア・エクスプレイン」

ただし、マザーズおよびJASDAQに上場している会社については、エクスプレインの対象は「基本原則」に限られる

なお、一部の事項について、コーポレートガバナンス・コードのルールに重ねて、取引所が一定の事項を規範化している場合がある

●コーポレートガバナンス・コード

【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。

●東京証券取引所有価証券上場規程

①独立役員または社外監査役を1名以上確保する義務（東証上場規程436条の2第1項）

②取締役である独立役員1名以上の確保に係る努力義務（東証上場規程445条の4）

●東京証券取引所有価証券上場規程

（独立役員の確保）

第436条の2

上場内国株券の発行者は、一般株主保護のため、独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役（会社法第2条第15号に規定する社外取締役であつて、会社法施行規則（平成18年法務省令第12号）第2条第3項第5号に規定する社外役員に該当する者をいう。）又は社外監査役（会社法第2条第16号に規定する社外監査役であつて、会社法施行規則第2条第3項第5号に規定する社外役員に該当する者をいう。）をいう。以下同じ。）を1名以上確保しなければならない。

2 独立役員の確保に関し、必要な事項については、施行規則で定める。

3 第1項の規定にかかわらず、JASDAQの上場内国会社のうち、内訳区分がグロースである会社（以下「グロース上場内国会社」という。）は、上場後最初に終了する事業年度に係る定時株主総会の日までに独立役員を1名以上確保するものとする。

（取締役である独立役員の確保）

第445条の4

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。

●東京証券取引所有価証券上場規程施行規則

(独立役員の確保に関する取扱い)

第436条の2

規程第436条の2第2項に規定する独立役員の確保については、次の各号に定めるところによる。

(1) 上場内国株券の発行者は、独立役員に関して記載した当取引所所定の「独立役員届出書」を当取引所に提出するものとする。

(2) 上場内国株券の発行者は、前号に規定する「独立役員届出書」を当取引所が公衆の縦覧に供することに同意するものとする。

2 上場内国株券の発行者は、前項に規定する「独立役員届出書」の内容に変更が生じる場合には、原則として、変更が生じる日の2週間前までに変更内容を反映した「独立役員届出書」を当取引所に提出するものとする。この場合において、当該上場内国株券の発行者は、当該変更内容を反映した「独立役員届出書」を当取引所が公衆の縦覧に供することに同意するものとする。

(2) コードの構成

(イ) 規範のレベルによる階層化

基本原則 (5項目)

原則 (30項目)

補充原則 (38項目)

⇒計73の項目から構成

3つのレベルに分かれている意義

プリンシプルとしての抽象度・一般性の高いものから具体性・個別性の強いものへと順に、基本原則⇒原則⇒補充原則と並んでいるものと解される

なお、各原則について、適用上の優劣関係を示すものではなく、それぞれが独立して等しくコンプライ・オア・エクスプレインの対象になる

(ロ) 規範の対象による分類

大項目

①株主の権利・平等性の確保

②株主以外のステークホルダーとの適切な協働

③適切な情報開示と透明性の確保

④取締役会等の責務

⑤株主との対話

*なお、⑤に関連して、日本には、すでに日本版スチュワードシップ・コードが存在している点に注意

e.g. G20/OECD のコーポレートガバナンス原則（2015年秋に改訂）

- ①有効なコーポレートガバナンスの枠組みのための基盤の確保
- ②株主の権利と平等取扱い
- ③機関投資家、証券市場およびその他の市場仲介者
- ④コーポレートガバナンスにおける株主の役割
- ⑤開示と透明性の確保
- ⑥取締役会の責任

(ハ) 規範の対象による実質的分類

①取締役会・取締役関係

- ・資本政策の基本的な方針についての説明（原則1-3）
- ・政策保有株式に関する方針（原則1-4）
- ・買収防衛策の必要性・合理性の検討（原則1-5）
- ・関連当事者間の取引（原則1-7）
- ・取締役会から経営陣に対する委任の範囲の概要（補充原則4-1①）
- ・経営理念等・経営戦略・経営計画・コーポレートガバナンスに関する基本方針
- ・役員報酬および役員人事の方針と手続についての情報発信（原則3-1）
- ・外部会計監査人の選定・評価基準の策定等（補充原則3-2①）
- ・外部会計監査人監査の実効性確保のための取組み（補充原則3-2②）
- ・最高経営責任者等の後継者の計画（プランニング）の適切な監督（補充原則4-1③）
- ・業績連動型報酬、自社株報酬の割合を適切に設定（補充原則4-2①）
- ・独立社外取締役を3分の1以上とする自主的取組みの方針（原則4-8）
- ・独立社外者のみを構成員とする会合の開催等（補充原則4-8①）
- ・筆頭独立社外取締役の決定等（補充原則4-8②）
- ・独立社外取締役の独立性判断基準（原則4-9）
- ・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（補充原則4-11①）
- ・取締役・監査役の上場会社の役員との兼任状況（補充原則4-11②）
- ・取締役会全体の実効性についての分析・評価結果の概要（補充原則4-11③）
- ・取締役・監査役に対するトレーニングの方針（補充原則4-14②）

② 株主権・株主総会関係

- ・株主総会に係る適切な情報提供（補充原則1-2①）
- ・招集通知の早期発送・発送前の電子的公表（補充原則1-2②）
- ・総会日の適切な設定（補充原則1-2③）
- ・議決権の電子行使を可能とするための環境作りや招集通知の英訳（補充原則1-2④）

・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ける議決権行使を希望した場合に対応するための検討（補充原則 1－2 ⑤）

③「経営陣と株主との対話」関係

- ・株主総会における相当数の反対票が投じられた会社提案議案があった場合の原因分析と株主との対話等の対応の検討（補充原則 1－1 ①）
- ・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（原則 5－1）

* 下線は、コーポレートガバナンス報告書等で開示を要する項目（⇒5（2）参照）

（3）日本版スチュワードシップ・コードとの関係

車の両輪

「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。」

5 コードと東証のソフトローとの連結

（1）東証のソフトローとしてのコードの「取り込み」

●東京証券取引所は、コードを東証「有価証券上場規程」の別添として「取り込み」（2015年6月1日施行）

<<http://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/nlsgeu000000x597-att/hpnewold.pdf>>

●「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）」を公表

<<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j85-att/tvdivq000000uvc4.pdf>>

有価証券上場規程 1 条

「業務規程第 1 条の 3 第 4 項の規定に基づき、有価証券の上場、上場管理、上場廃止その他上場有価証券に関して必要な事項を定める」

金融商品取引所の自主規制業務

「上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示又は提供に関する審査及

び上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務」(金商法84条2項3号、取引所等府令7条4号)

【参考】

○平成4年旧証券取引法改正

⇒証券取引所の自主規制機関としての機能強化

⇒取引所の自主規制に関する基本理念の法定(公正・円滑な売買、投資者保護)

⇒自主規制機関としての法的位置付け

○平成18年金商法

⇒取引所の自主規制業務

⇒自主規制機関

【参考】

●東京証券取引所有価証券上場規程

(上場契約等)

第203条

当取引所が新規上場申請に係る株券等を上場する場合には、当該新規上場申請に係る株券等の発行者は、施行規則で定める当取引所所定の「上場契約書」を提出するものとする。

2 前項による上場契約は、新規上場申請に係る株券等の上場日にその効力を生ずるものとする。

3 当取引所は、新規上場申請に係る株券等の上場日にその銘柄その他の施行規則で定める事項を上場有価証券原簿に記載する。

4 その発行する株券等(優先出資証券を除く。以下この項において同じ。)が第601条第1項第18号(第602条第1項第1号若しくは第2項第3号、第603条第1項第6号、第604条第1項第2号若しくは第2項第1号、第604条の2第3号、第604条の3第2号、第604条の4第1項第2号又は第604条の5第2号の規定による場合を含む。)に該当して上場廃止となり、かつ、当該株券等と引換えに交付される株券等が第303条の規定の適用を受けて上場される発行者は、当該上場廃止以後当該引換えに交付される株券等が上場されるまでの間、上場株券等の発行者とみなす。」

上場規程の性質

⇒上場会社と取引所の契約

上場契約書により上場会社は取引所の業務規程、有価証券上場規程など諸規則等を遵守し、その措置に従うことを包括的に約定

⇒金商法上の自主規制機関により策定された自主規制としての側面+契約的側面

(2) 開示

コーポレートガバナンス・コードを実施するかどうかに関する開示(コーポレートガバナ

ンスに関する報告書)

コーポレートガバナンス・コードを適用することとした場合には、各原則について実施するか、実施しない場合にはその理由の説明（所定の事項については、コーポレートガバナンスに関する報告書において説明）

●東京証券取引所有価証券上場規程

「第4節 企業行動規範 第1款 遵守すべき事項」

(コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明)

第436条の3

上場内国株券の発行者は、別添「コーポレートガバナンス・コード」の各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を第419条に規定する報告書において説明するものとする。この場合において、「実施するか、実施しない場合にはその理由を説明する」ことが必要となる各原則の範囲については、次の各号に掲げる上場会社の区分に従い、当該各号に定めるところによる。

(1) 本則市場の上場会社

基本原則・原則・補充原則

(2) マザーズ及びJASDAQの上場会社

基本原則

(3) 東証のソフトローによるコードの尊重努力義務

東証のソフトローによるコード尊重努力義務を通じて、ソフトローとしてのコードが東証のソフトローの規範に連結される構造

●東京証券取引所有価証券上場規程

「第4節 企業行動規範 第2款 望まれる事項」

(コーポレートガバナンス・コードの尊重)

第445条の3 上場会社は、別添「コーポレートガバナンス・コード」の趣旨・精神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。

(4) エンフォースメント

- i) 改善報告書の提出（同規程502条1項2号）
- ii) 公表措置（同508条1項2号）
- iii) 上場契約違約金（同509条1項2号）
- iv) 上場廃止（同601条12項）

【参考】

●東京証券取引所有価証券上場規程

「第6章 上場廃止

第1節 本則市場の上場廃止基準

(上場内国会社の上場廃止基準)

第601条1項12号 上場契約違反等

上場会社が上場契約に関する重大な違反を行ったとして施行規則で定める場合、第204条第1項、第211条第1項、第301条第3項、第307条第2項若しくは第312条第3項の規定により提出した宣誓書において宣誓した事項について重大な違反を行った場合又は上場契約の当事者でなくなることとなった場合」

●東京証券取引所有価証券上場規程規則

(上場内国会社の上場廃止基準の取扱い)

第601条

11 規程第601条第1項第12号に規定する施行規則で定める場合とは、次の各号に掲げる場合をいう。

(1) 上場会社が、規程第502条第3項(規程第503条第7項において準用する場合を含む。)の規定により提出を行わなければならない改善報告書又は規程第606条第2項に規定する書面の提出を速やかに行わない場合において、当取引所が相当の期間を設けて新たに提出期限を定め、次のaからcまでに掲げる事項を書面により当該上場会社に対して通知したにもかかわらず、なお当該同意する旨の書面又は当該改善報告書を当該提出期限までに提出しないとき

a 規程第502条第3項(規程第503条第7項において準用する場合を含む。)に規定する改善報告書又は規程第606条第2項に規定する書面を提出しない場合には、規程第601条第1項第12号に該当することとなること。

b 請求理由

c 提出期限

(2) 前号のほか、当取引所が、規程第502条第1項又は規程第503条第6項の規定により改善報告書の提出を求めたにもかかわらず、会社情報の開示の状況等が改善される見込みがないと認める場合

(3) 前各号のほか、上場会社が上場契約について重大な違反を行ったと当取引所が認める場合」

502条

「第2節 改善報告書

(適時開示等に係る改善報告書の提出)

第502条

当取引所は、次の各号に掲げる場合において、改善の必要性が高いと認めるときは、当該上場会社に対して、その経緯及び改善措置を記載した報告書(以下「改善報告書」という。)の提出を求めることができる。

(1) 上場会社が第4章第2節の規定に違反したと当取引所が認める場合

(2) 上場会社が第4章第4節第1款の規定に違反したと当取引所が認める場合

2 当取引所は、前項の規定により提出された改善報告書の内容が明らかに不十分であると認める場合には、当該上場会社に対してその変更を要請し、当該改善報告書の再提出を求めることができる。

3 上場会社は、前2項の規定により改善報告書の提出を求められた場合は、速やかに当該改善報告書の提出を行わなければならない。

4 当取引所は、上場会社が前項の規定により改善報告書を当取引所に提出した場合は、当該改善報告書（第2項の規定によりその内容が明らかに不十分であると認められた改善報告書を除く。）を公衆の縦覧に供するものとする。」

(5) 取引所の自主規制と監督当局との関係

金商法80～82条・149条1項・153条

有価証券上場規程について当局の監督権限が直接的に及ぶわけではない

●金融庁「東京証券取引所に対する業務改善命令について」（平成16年5月24日）

上場会社の業務のためには、宅地建物取引業者免許の取得が必要となり、同社の上場審査に当たっては、宅地建物取引業法（昭和27年法律第176号）第3条に規定する有効期間及び第66条の規定に基づく免許取消事由の有無を確認する必要があるものと認められるが、東証の上場審査においてはそうした手続きがなされていなかった。証券取引法及び東京証券取引所の諸規則に違反するものではないが、投資者の信頼を損ないかねないものであり、東証の上場審査及び上場管理業務体制を早急に是正する必要がある。」

6 コードの開示項目

(1) 上場規程による開示

(イ)「コーポレートガバナンス・コード」の各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレートガバナンスに関する報告書報告書において説明する義務（東証有価証券上場規程436条の3）

(ロ) コーポレートガバナンス・コードを実施する場合には、それに基づく説明を要する

(2) コードに基づく開示事項

多層的な開示—コーポレート・ガバナンス報告書における記載を求める

●コードの特定事項の開示

東証市場第一部又は市場第二部の上場会社は、特定の事項を開示すべきとする原則に基づき開示を行う場合には、その内容をコーポレート・ガバナンス報告書に記載しなければならない

「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」別添1「コードにおいて特定の事項を記載すべきとする原則」参照

原則1-4（政策保有株式）

原則1-7

原則3-1

補充原則4-1①

原則4-8

原則4-9

補充原則4-1.1①～③

補充原則4-1.4②

原則5-1

●上場会社は、変更が生じた後、最初に到来する定時株主総会の日以後、変更後の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」を遅滞なく提出しなければならない（東証有価証券上場規程第419条ほか）

●2015年6月1日の改正施行に伴い経過的に、コードを実施しない場合の理由の説明等を記載したコーポレート・ガバナンスに関する報告書は、6月1日以後最初に開催する定時株主総会の日から6か月を経過する日までに当取引所に提出することが求められる（東証「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う有価証券上場規程等の一部改正について」（2015年5月12日））

【参考】コーポレート・ガバナンスに関する報告書

●東京証券取引所有価証券上場規程

（コーポレート・ガバナンスに関する報告書）

第419条

上場会社（その発行する上場外国株券等が当取引所以外を主たる市場とする上場外国会社を除く。）は、施行規則で定めるコーポレート・ガバナンスに関する事項について記載した報告書の内容に変更が生じた場合には、遅滞なく変更後の報告書を提出するものとする。この場合において、当該上場会社は、当該変更後の報告書を当取引所が公衆の縦覧に供することに同意するものとする。

2 前項前段の場合において、当該変更の内容が施行規則で定める事項に関するものであるときには、当該変更が生じた後最初に到来する定時株主総会の日以後遅滞なく変更後の報告書の提出を行うことができるものとする。

●東京証券取引所有価証券上場規程施行規則

(コーポレート・ガバナンスに関する報告書の取扱い)

第415条

規程第419条第1項に規定する施行規則で定めるコーポレート・ガバナンスに関する事項とは、次の各号に掲げる事項をいう。ただし、第2号及び第6号にあっては、上場会社が内国株券の発行者である場合に限る。

(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の上場会社に関する基本情報（支配株主を有する場合は、当該支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針を含む。）

(2) 規程別添「コーポレートガバナンス・コード」に関する事項（規程第436条の3に規定する同別添の各原則を実施しない理由を含む。）

(3) 経営上の意思決定、執行及び監督に係る経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況及び当該体制を選択している理由

(4) 株主その他の利害関係者に関する施策の実施状況

(5) 内部統制システムに関する基本的な考え方及びその整備状況（反社会的勢力排除に向けた体制整備に関する内容を含む。）

(6) 独立役員の確保の状況（独立役員として指定する者が、次のaからjまでのいずれかに該当する場合は、その旨及びその概要を含む。）

a 過去に当該会社又はその子会社の業務執行者（会社法施行規則（平成18年法務省令第12号）第2条第3項第6号に規定する業務執行者をいう。以下同じ。）であった者（社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、業務執行者でない取締役であった者又は会計参与であった者を含む。）

b 過去に当該会社の親会社の業務執行者であった者（業務執行者でない取締役であった者を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役であった者を含む。）

c 過去に当該会社の兄弟会社の業務執行者であった者

d 過去に当該会社を主要な取引先とする者の業務執行者であった者又は当該会社の主要な取引先の業務執行者であった者

e 当該会社から役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家又は法律専門家（法人、組合等の団体であるものに限る。）に過去に所属していた者

f 当該会社の主要株主（当該主要株主が法人である場合には、当該法人の業務執行者等（業務執行者又は過去に業務執行者であった者をいう。）をいう。）

g aからfまでに掲げる者（重要でない者を除く。）の近親者

h 当該会社の取引先又はその出身者（業務執行者又は過去10年内のいずれかの時において業務執行者であった者をいう。以下同じ。）

i 当該会社の出身者が他の会社の社外役員である場合の当該他の会社の出身者

j 当該会社から寄付を受けている者（当該寄付を受けている者が法人、組合等の団体である場合は、出身者又はそれに相当する者をいう。）

(7) その他当取引所が必要と認める事項

2 規程第419条第2項に規定する施行規則で定める事項とは、前項第1号に掲げる事項のうち資本構成及び企業属性に関する事項、前項第2号に掲げる事項及び投資者の投資判断に及ぼす影響が軽微なものとして当取引所が認める事項をいう。

◎法的論点

①株主総会の説明義務の範囲が拡大し得るか？

②事業報告の記載事項が拡大し得るか？

「重要な事項」（会社法施行規則128条1項）

(3) 実態

●東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2015年12月末時点）」
（2016年1月20日）

●金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第4回）事務局参考資料および参考資料（経産省提出）

<http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryoku/20160314/01.pdf>

<http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryoku/20160219/02.pdf>

(4) 開示事項の拡大・充実等

○金融審議会ディスクロージャーに関するWG

【論点】

・決算短信の開示事項

決算短信は速報性を重視した開示書類であるため、その性質上必要な事項（決算のサマリー及び前期の企業状態からの変化のうち速報性が求められる事項）を中心に、より自由な開示を促進すべきではないか。

・有価証券報告書・事業報告における「経営方針」等の記載

経営方針などは、中長期の企業の目標を判断する上で有用な事項であるとの指摘があるが、有価証券報告書や事業報告に記載することについてどう考えるか。

・MD&Aの記載の改善

有価証券報告書のMD&Aは、投資家との対話促進の観点からも重要な情報であるが、我が国の企業による有価証券報告書のMD&Aは、ひな型的な開示となっており付加価値に乏しいため、MD&Aの開示内容を見直す必要はないか。

・非財務情報

企業のガバナンス強化や社会問題及び環境問題への関心の高まりなどにより、ESG情報をはじめとする非財務情報の開示の充実が求められる状況となっている。

一方、こうした非財務情報のうち、現在任意で行われている開示については、定型化、標

準化することで企業の創意工夫の余地がなくなり、かえって投資家との対話を阻害するのではないかとの意見もある。

こうした意見も踏まえ、非財務情報の開示の充実と法定開示と任意開示の役割分担について、どのように考えるか。

7 開示項目以外の事項

(1) 社外役員の設置

社外役員1名以上の義務付け（上場規程第436条の2）

独立取締役である社外役員の設置の努力義務（上場規程第445条の4）

(2) 独立役員届出書の提出（施行規則第436条の2）

8 その他

(1) 金融商品取引所の法的地位

●松尾直彦『金融商品取引法[第3版]』（商事法務、2014年）16頁

「・・・金融商品取引所が上場会社に対する一種の権力機関化することになる。取引所による取引所ルールの実運用については、基本的には取引所の判断に委ねられ、行政当局が取引所の個別判断に事前に介入することはなく、行政当局は取引所に対し事後的に監督を行うにとどまること（法152条、153条）から、金融商品取引所の判断が重要な機能を果たすことになる。

したがって、金融商品取引所は、その判断内容の公正性および判断に至る手続の公正性・透明性を一層確保することや、その実務対応能力・体制を一層強化することが求められる。このような観点から、金融商品取引所の一般的な義務として、誠実公正義務（法36条）に類する義務を定めることが考えられる。」

(2) ソフトローの欠点とその是正

(イ) 手続の民主性

(ロ) 正統性

以上

金融商品取引法研究会

資本市場法から見たコーポレートガバナンス・コード

2016年3月22日

【参照条文】

●金商法

(免許)

第八十条 金融商品市場は、認可金融商品取引業協会を除き、内閣総理大臣の免許を受けた者でなければ、開設してはならない。

2 前項の規定は、金融商品取引業者等又は金融商品仲介業者が、この法律の定めるところに従って有価証券の売買若しくは市場デリバティブ取引（取引所金融商品市場によらないで行われるものを除く。）又はこれらの取引の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う場合には、適用しない。

(免許の申請)

第八十一条 前条第一項の免許を受けようとする者は、次に掲げる事項を記載した免許申請書を内閣総理大臣に提出しなければならない。

一 名称又は商号

二 事務所又は本店、支店その他の営業所の所在の場所

三 役員の氏名又は名称及び会員又は取引参加者（以下「会員等」という。）の商号、名称又は氏名

2 前項の免許申請書には、定款、業務規程、受託契約準則その他内閣府令で定める書類を添付しなければならない。

3 前項の場合において、定款が電磁的記録で作成されているときは、書面に代えて電磁的記録（内閣府令で定めるものに限る。）を添付することができる。

(免許審査基準)

第八十二条 内閣総理大臣は、前条第一項の規定による免許の申請があつた場合においては、その申請が次に掲げる基準に適合するかどうかを審査しなければならない。

一 定款、業務規程及び受託契約準則の規定が法令に適合し、かつ、取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正かつ円滑にし、並びに投資者を保護するために十分であること。

二 免許申請者が取引所金融商品市場を適切に運営するに足りる人的構成を有するものであること。

三 免許申請者が金融商品取引所としてこの法律の規定に適合するように組織されるものであること。

2項 (省略)

(自主規制業務)

第八十四条 金融商品取引所は、この法律及び定款その他の規則に従い、取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にし、並びに投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならない。

2 前項の「自主規制業務」とは、金融商品取引所について行う次に掲げる業務をいう。

一 金融商品、金融指標又はオプション（以下この章において「金融商品等」という。）の上場及び上場廃止に関する業務（内閣府令で定めるものを除く。）

二 会員等の法令、法令に基づく行政官庁の処分若しくは定款その他の規則又は取引の信義則の遵守の状況の調査

三 其他取引所金融商品市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定めるもの

●金融商品取引所等に関する内閣府令

(免許申請書)

第四条 法第八十条第一項の免許を受けようとする者は、法第八十一条第一項の免許申請書に同条第二項に規定する書類を添付し、金融庁長官を経由して内閣総理大臣に提出しなければならない。

2 法第八十一条第二項に規定する内閣府令で定める書類は、次に掲げる書類とする。

一 取引所金融商品市場を開設する理由を記載した書面

二 登記事項証明書

三 創立総会の議事録

四 役員の履歴書（役員が法人であるときは、当該役員の沿革を記載した書面）及び住民票の抄本（本籍の記載のあるものに限り、役員が法人であるときは、当該役員の登記事項証明書）又はこれに代わる書面並びに役員が法第八十二条第二項第三号イからへまでのいずれにも該当しない者であることを当該役員が誓約する書面

五 会員等の本店その他の主たる営業所又は事務所の所在の場所を記載した書面

六 主要な株主の氏名、住所又は居所、国籍及び職業（株主が法人その他の団体であるときは、その商号又は名称、本店又は主たる事務所の所在の場所及び行っている事業の内容）並びにその保有する議決権の数を記載した書類（免許を受けようとする者が株式会社である場合に限る。）

七 最近における財産及び収支の状況を知ることができる書類

八 金融商品取引所の業務に関する知識及び経験を有する従業員の確保の状況並びに当該従業員の配置の状況を記載した書類

九 金融商品取引所の事務の機構及び分掌を記載した書類

十 取引所金融商品市場を開設する業務において電子情報処理組織を使用する場合には、当該電子情報処理組織の概要、設置場所、容量及び保守の方法並びに当該電子情報処理組織に異常が発生した場合の対処方法を記載した書類

十一 その他法第八十二条第一項の規定による審査をするため参考となるべき事項を記載した書類

3 法第八十一条第二項に規定する内閣府令で定める書類は、金融商品取引所以外の株式会社が従前の目的を変更して取引所金融商品市場を開設するため同条第一項の規定により免許申請書を提出する場合にあっては、前項各号（第三号を除く。）に掲げる書類のほか、次に掲げる書類とする。

一 従前の目的を変更して取引所金融商品市場を開設することを決議した株主総会の議事録（会社法（平成十七年法律第八十六号）の規定により株主総会の決議があったものとみなされる場合には、当該場合に該当することを証する書面。以下同じ。）

二 従前の定款及び免許申請の際に現に存する取引の性質を明らかにする書面

三 最終の貸借対照表（関連する注記を含む。以下同じ。）、損益計算書（関連する注記を含む。以下同じ。）及び株主資本等変動計算書（関連する注記を含む。以下同じ。）

（自主規制業務）

第七条 法第八十四条第二項第三号に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 会員等が行う取引所金融商品市場における有価証券の売買又は市場デリバティブ取引の内容の審査（取引所金融商品市場における有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を円滑にするため、これらの取引の状況について即時に行うものを除く。）

二 会員等の資格の審査

三 会員等に対する処分その他の措置に関する業務

四 上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示又は提供に関する審査及び上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務

五 法第八十四条第二項第一号及び第二号に掲げる業務並びに前各号に掲げるもの（以下「特定自主規制業務」という。）に関する業務規程その他の規則（金融商品等の上場及び上場廃止に関する基準並びに会員等の資格の付与に関する基準を除く。）の作成、変更及び廃止

六 特定自主規制業務に関する定款の変更（金融商品等の上場及び上場廃止に関する基準並びに会員等の資格の付与に関する基準に関する定款の変更を除く。）に係る総会又は株主総会の議案の概要の作成

(特定業務)

第七条の二 法第八十五条第四項 に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げる行為に関する業務とする。

- 一 有価証券又はその発行者が上場又は上場廃止に関する基準又は要件に適合するかどうかの調査
- 二 上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示又は提供が前条第四号の審査を行うための基準に適合するかどうかの調査
- 三 上場する有価証券の発行者に対する前条第四号の措置を行うための基準に適合するかどうかの調査及び当該措置の目的を達成させるために必要な措置

●金融庁設置法

第二節 金融庁の任務及び所掌事務等

(任務)

第三条 金融庁は、我が国の金融の機能の安定を確保し、預金者、保険契約者、有価証券の投資者その他これらに準ずる者の保護を図るとともに、金融の円滑を図ることを任務とする。

(所掌事務)

第四条 金融庁は、前条の任務を達成するため、次に掲げる事務をつかさどる。

- 一 国内金融に関する制度の企画及び立案に関すること。
- 二十六 金融の円滑化を図るための環境の整備に関する基本的な政策に関する企画及び立案並びに推進に関すること。

●会社法施行規則

(書面による議決権の行使について定めることを要しない株式会社)

第六十四条 法第二百九十八条第二項 に規定する法務省令で定めるものは、株式会社の取締役(法第二百九十七条第四項 の規定により株主が株主総会を招集する場合にあつては、当該株主)が法第二百九十八条第二項 (同条第三項 の規定により読み替えて適用する場合を含む。)に規定する株主の全部に対して金融商品取引法の規定に基づき株主総会の通知に際して委任状の用紙を交付することにより議決権の行使を第三者に代理させることを勧誘している場合における当該株式会社とする。

第二百二十八条 1項 事業報告の附属明細書は、事業報告の内容を補足する重要な事項をその内容とするものでなければならない。

2項以下 【略】

●金商法施行規則

(委任状の用紙及び参考書類の提出)

第三十六条の三 勧誘者は、前条第一項の規定により委任状の用紙及び参考書類を交付したとき（内閣府令で定める場合を除く。）は、直ちに、これらの書類の写し（これらの書類の作成に代えて電磁的記録（法第十三条第五項に規定する電磁的記録をいう。以下同じ。）の作成がされている場合における内閣府令で定める電磁的記録又は当該電磁的記録に記録された事項を記載した書面を含む。第四十三条の十一において同じ。）を金融庁長官に提出しなければならない。

●委任状勧誘規則

(書類の写し等の提出を要しない場合)

第四十四条 令第三十六条の三に規定する内閣府令で定める場合は、同一の株主総会に関して株式の発行会社の株主（当該総会において議決権を行使することができる者に限る。）のすべてに対し株主総会参考書類及び議決権行使書面が交付されている場合とする。

●企業開示府令

第二号様式 記載上の注意

(57) コーポレート・ガバナンスの状況

a 提出会社の企業統治の体制の概要およびそれを採用する理由

責任限定契約を締結した場合には、その内容の概要

特別取締役による取締役会決議制度を定めた場合にはその内容

b 内部監査及び監査役（監査等委員会・監査委員会）監査の組織、人員及び手続並びに内部監査、監査役（監査等委員会・監査委員会）監査及び会計監査の相互連携

c 社外取締役または社外監査役の員数、提出会社との人的関係、資金的関係または取引関係その他の利害関係

d 提出会社の役員の報酬等を、役員区分ごと、報酬等の種類毎（基本報酬、ストックオプション、賞与および退職慰労金等）の総額及び対象となる役員の員数

e 提出会社の株式の保有状況

f 業務を執行した公認会計士（公認会計士法第16条の2第5項に規定する外国公認会計士を含む。以下同じ。）の氏名、所属する監査法人名及び提出会社の財務書類について連続して監査関連業務（同法第24条の3第3項に規定する監査関連業務をいう。）を行っている場合における監査年数（当該年数が7年を超える場合に限る。）、監査業務に係る補助者の構成並びに監査証明を個人会計士が行っている場合の審査体制

g 提出会社の企業統治に関する事項に代えて連結会社の企業統治に関する事項について

記載することができ、記載する場合には、その旨

h 定款で取締役の定数又は取締役の資格制限について定め、また、取締役の選解任の決議要件につき、会社法と異なる別段の定めをした場合には、その内容

i 株主総会決議事項を取締役会で決議することができることとした場合にはその事項及びその理由、取締役会決議事項を株主総会では決議できないことを定款で定めた場合にはその事項及びその理由並びに株主総会の特別決議要件を変更した場合にはその内容及びその理由

j 会社と特定の株主の間で利益相反のおそれがある取引を行う場合に株主の利益が害されることを防止するための措置

●東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（監査役会設置会社の場合）

I コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の基本情報

1. 基本的な考え方

【コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由】

【コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示】

2. 資本構成

【大株主の状況】

3. 企業属性

4. 支配株主との取引等を行う際における少数株主の保護の方策に関する指針

5. その他コーポレート・ガバナンスに重要な影響を与えうる特別な事情

II 経営上の意思決定、執行及び監督に係る経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況

1. 機関構成・組織運営等に係る事項

2. 業務執行、監査・監督、指名、報酬決定等の機能に係る事項

3. 現状のコーポレート・ガバナンス体制を選択している理由

III 株主その他の利害関係者に関する施策の実施状況

1. 株主総会の活性化及び議決権行使の円滑化に向けての取組み状況

2. IR に関する活動状況

3. ステークホルダーの立場の尊重に係る取組み状況

IV 内部統制システム等に関する事項

1. 内部統制システムに関する基本的な考え方及びその整備状況
2. 反社会的勢力排除に向けた基本的な考え方及びその整備状況

V その他

1. 買収防衛策の導入の有無
2. その他コーポレート・ガバナンス体制等に関する事項

資 料

配布資料

1. 「コーポレートガバナンス・コード」

2015年6月1日 (株)東京証券取引所

2. 「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2015年12月末時点)」

2016年1月20日 (株)東京証券取引所

3. 「上場企業における年度開示項目について」

(http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryou/20160314/03_2.pdf)参照

4. 「事務局説明資料」

平成28年3月14日 金融庁

(注) 上記資料のうち、資料3の掲載は、入手先のWebサイトをカッコ書きで記載することによって省略している。

コーポレートガバナンス・コード

～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～



2015年6月1日

株式会社東京証券取引所

目 次

コーポレートガバナンス・コードについて	p2
基本原則 一覧	p3
コーポレートガバナンス・コード	p5
第1章 株主の権利・平等性の確保	p5
第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働	p9
第3章 適切な情報開示と透明性の確保	p12
第4章 取締役会等の責務	p15
第5章 株主との対話	p22
資料編	p24

コーポレートガバナンス・コードについて

本コードにおいて、「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。

基本原則

【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。

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

- 1-1① 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げ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。
- 1-1② 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。
- 1-1③ 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。

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。

【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、上場会社の外側にお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・果敢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、本コードは、

上場会社の透明・公正かつ迅速・果敢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・果敢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リスクを反映させ、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て実効性を高めるべきである。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会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。

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。
- 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。

【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。

【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、能動的に情報を入力すべきであり、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《日本版ステュワードシップ・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。

資料編

「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」

2015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)ペン&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
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
事務局		金融庁、(株)東京証券取引所

(敬称略・五十音順)

「コーポレートガバナンス・コード原案」序文

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

2015年3月5日

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・果敢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、ステeward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）とステeward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、ステeward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、会社との間で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、ステュワードシップ・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、どのような形で考慮が必要かについて整理がなされることを期待する。

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。

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従憑するものではなく、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。

「コーポレートガバナンス・コード原案」各原則の〔背景説明〕

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

2015年3月5日

補充原則

1-1② 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。

補充原則

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。

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、独立役員の内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で開催するなど、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。

【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。

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。



株式会社東京証券取引所

〒103-8220 東京都中央区日本橋兜町 2-1

Tel. 03-3666-0141 (代表)

<http://www.jpx.co.jp/>

コーポレートガバナンス・コードへの対応状況
(2015年12月末時点)

2016年1月20日
株式会社東京証券取引所

コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

- コードは昨年6月1日から適用開始済
 - 6月総会の会社から、総会終了後速やかに対応状況を開示（初年度は12月まで猶予）
- 昨年12月末までに2,485社が開示済

【市場区分別の開示状況】

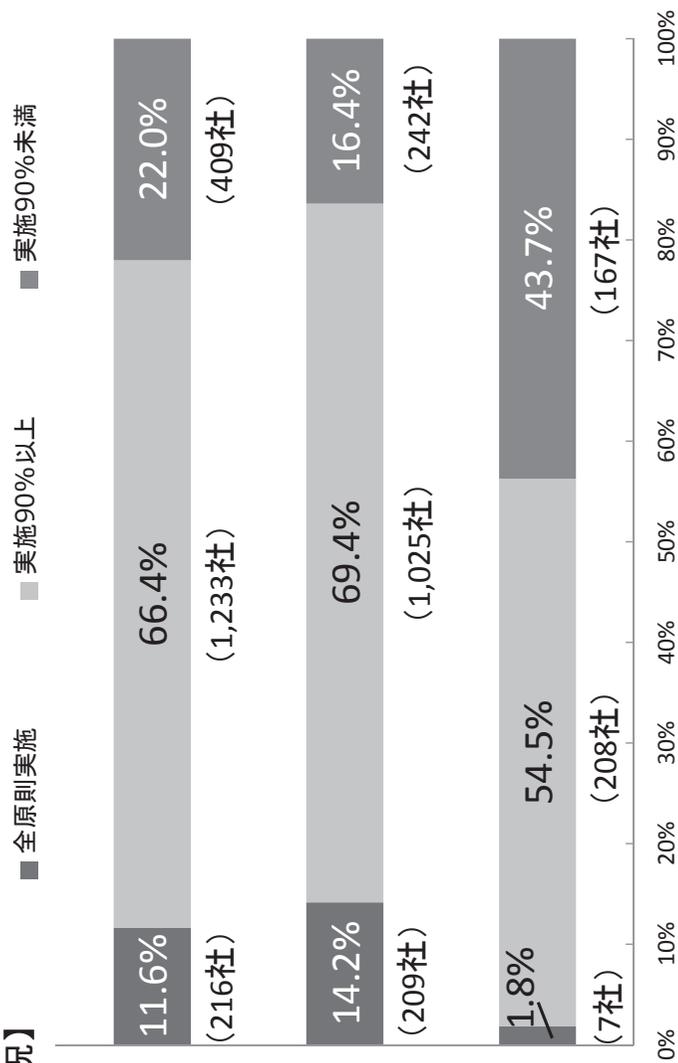
市場区分	開示会社数	コンプライアンス・エクスペインの対象
市場第一部	1,476社	全73原則 { 基本原則:5原則 原則 :30原則 補充原則:38原則
市場第二部	382社	
マザーズ	105社	基本原則:5原則
JASDAQ	522社	
合計	2,485社	

- 以下では、市場第一部・第二部のガバナンス報告書提出会社1,858社について分析

会社別に見たコードの“実施”状況

- 市場第一部・第二部の1,858社のうち、
 - 全73原則をコンプライ(“実施”)している会社 11.6 % (216社)
 - 一部原則をエクस्पライン(“説明”)している会社 88.4 % (1,642社)
うち、コンプライ(“実施”)している原則の数 90%以上
90%未満 22.0 % (409社)

【市場区分別の“実施”状況】



コードの原則ごとの“実施”・“説明”状況

➤ 73原則のうち、

- 全社が“実施”している原則 6原則
- 一部の会社が“説明”している原則 67原則
うち、実施率 90%以上 52原則
90%未満 15原則

全社実施

実施率90%以上

実施率90%未満

No.	原則	実施 会社数	不実施 会社数	実施率
第1章				
1	基本原則1	1858	0	100%
2	原則1-1	1856	2	99.9%
3	補充原則1-1(1)	1827	31	98.3%
4	補充原則1-1(2)	1857	1	99.9%
5	補充原則1-1(3)	1856	2	99.9%
6	原則1-2	1848	10	99.5%
7	補充原則1-2(1)	1847	11	99.4%
8	補充原則1-2(2)	1490	368	80.2%
9	補充原則1-2(3)	1788	70	96.2%
10	補充原則1-2(4)	820	1038	44.1%
11	補充原則1-2(5)	1719	139	92.5%
12	原則1-3	1796	62	96.7%
13	原則1-4	1708	150	91.9%
14	原則1-5	1840	18	99.0%
15	補充原則1-5(1)	1855	3	99.8%
16	原則1-6	1857	1	99.9%
17	原則1-7	1845	13	99.3%
第2章				
18	基本原則2	1858	0	100%
19	原則2-1	1857	1	99.9%
20	原則2-2	1852	6	99.7%
21	補充原則2-2(1)	1810	48	97.4%
22	原則2-3	1854	4	99.8%
23	補充原則2-3(1)	1852	6	99.7%
24	原則2-4	1849	9	99.5%
25	原則2-5	1841	17	99.1%
26	補充原則2-5(1)	1750	108	94.2%

No.	原則	実施 会社数	不実施 会社数	実施率
第3章				
27	基本原則3	1856	2	99.9%
28	原則3-1	1336	522	71.9%
29	補充原則3-1(1)	1850	8	99.6%
30	補充原則3-1(2)	1379	479	74.2%
31	原則3-2	1858	0	100%
32	補充原則3-2(1)	1667	191	89.7%
33	補充原則3-2(2)	1821	37	98.0%
第4章				
34	基本原則4	1855	3	99.8%
35	原則4-1	1854	4	99.8%
36	補充原則4-1(1)	1848	10	99.5%
37	補充原則4-1(2)	1582	276	85.1%
38	補充原則4-1(3)	1600	258	86.1%
39	原則4-2	1652	206	88.9%
40	補充原則4-2(1)	1288	570	69.3%
41	原則4-3	1830	28	98.5%
42	補充原則4-3(1)	1793	65	96.5%
43	補充原則4-3(2)	1851	7	99.6%
44	原則4-4	1857	1	99.9%
45	補充原則4-4(1)	1810	48	97.4%
46	原則4-5	1858	0	100%
47	原則4-6	1823	35	98.1%
48	原則4-7	1749	109	94.1%
49	原則4-8	1069	789	57.5%
50	補充原則4-8(1)	1530	328	82.3%
51	補充原則4-8(2)	1497	361	80.6%
52	原則4-9	1723	135	92.7%

No.	原則	実施 会社数	不実施 会社数	実施率
53	原則4-10	1752	106	94.3%
54	補充原則4-10(1)	1311	547	70.6%
55	原則4-11	1761	97	94.8%
56	補充原則4-11(1)	1821	37	98.0%
57	補充原則4-11(2)	1845	13	99.3%
58	補充原則4-11(3)	676	1182	36.4%
59	原則4-12	1851	7	99.6%
60	補充原則4-12(1)	1821	37	98.0%
61	原則4-13	1849	9	99.5%
62	補充原則4-13(1)	1858	0	100%
63	補充原則4-13(2)	1858	0	100%
64	補充原則4-13(3)	1857	1	99.9%
65	原則4-14	1823	35	98.1%
66	補充原則4-14(1)	1839	19	99.0%
67	補充原則4-14(2)	1816	42	97.7%
第5章				
68	基本原則5	1855	3	99.8%
69	原則5-1	1833	25	98.7%
70	補充原則5-1(1)	1853	5	99.7%
71	補充原則5-1(2)	1827	31	98.3%
72	補充原則5-1(3)	1850	8	99.6%
73	原則5-2	1656	202	89.1%

“説明”率が高い原則の例

➤ “説明”率が高い原則は以下のとおり

原則	内容	“実施” 会社数	“説明” 会社数	“説明” 率
補充原則 4-11③	取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示	676社	1,182社	63.6%
補充原則 1-2④	議決権の電子行使のための環境整備(例：議決権電子行使プラットフォームの利用等)、 招集通知の英訳	820社	1,038社	55.9%
原則4-8	独立社外取締役の2名以上の選任	1,069社	789社	42.5%
補充原則 4-2①	中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定	1,288社	570社	30.7%
補充原則 4-10①	指名・報酬等の検討における独立社外取締役の関与・助言(例：独立社外取締役を主な 構成員とする任意の諮問委員会の設置)	1,311社	547社	29.4%
原則3-1	以下の情報開示の充実 (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) コードの諸原則を踏まえた、ガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針 (iii) 経営陣幹部・取締役の報酬決定の方針と手続 (iv) 経営陣幹部・取締役・監査役候補の指名の方針と手続 (v) 個々の経営陣幹部・取締役・監査役の選任・指名についての説明	1,336社	522社	28.1%
補充原則 3-1②	海外投資家等の比率等を踏まえた英語での情報の開示・提供の推進	1,379社	479社	25.8%

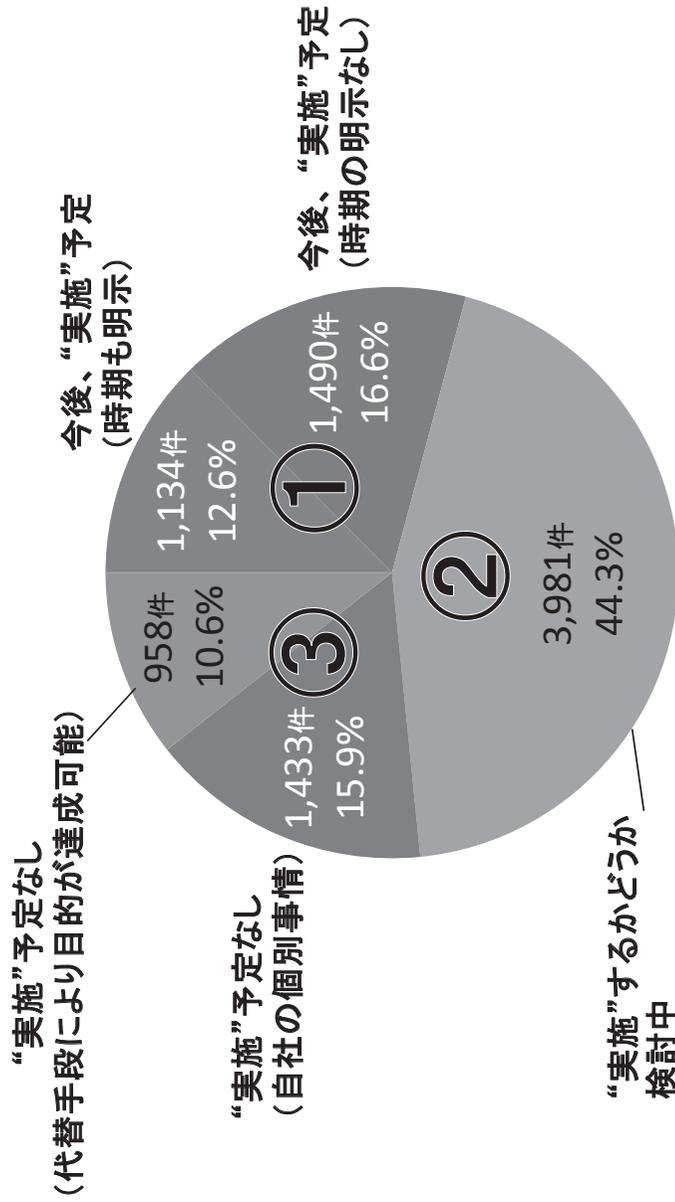
※ “説明”率が20%を超える原則を抽出

“説明”の内容

➤ 67の原則に対して、1,642社により、1,996件の“説明”が記載されている

【“説明”の内容による分類】

- ① 今後、“実施”の予定とする“説明”が30%程度
- ② “実施”するかどうか検討中とする“説明”が45%程度
- ③ “実施”予定なしとする“説明”が25%程度



事務局説明資料

平成28年3月14日(月)

決算短信及び四半期決算短信

- 決算短信及び四半期決算短信については、監査及び四半期レビューが不要であることの明確化、速報性に着目した記載内容の削減のほか、記載を要請する事項の限定等による自由度の向上について以下の提案と意見があったが、これらの点についてどのように考えるか。
 - ・ 決算短信及び四半期決算短信への記載を要請する事項をサマリー情報、経営成績・財政状態・今後の見通しの概況並びに連結財務諸表（四半期決算短信については、四半期連結財務諸表。以下、同じ。）及び主な注記に限定し、その他は企業が任意に記載できることとする。義務的な記載事項及び記載を要請する事項を可能な限り減らすことにより、それぞれ企業の状況に応じた開示を可能とする。
 - ・ 適時開示ルールなども踏まえ、投資者の投資判断を誤らせるおそれがない場合には、短信の開示時点では連結財務諸表の開示を行わなくともよいこととし、開示可能になった段階で連結財務諸表を開示することを認める。
 - ・ 企業が短信の開示時点で連結財務諸表の開示を行わない場合には、任意の形で投資者が必要とする財務情報が提供されることが必要。なお、短信の制度変更に当たっては、その趣旨を踏まえつつ、投資者と企業等との間での対話を通じ、投資者が必要とする情報が適時に提供されるようにすべき。

事業報告・計算書類と有価証券報告書との関係

- 事業報告・計算書類と有価証券報告書の記載事項の関係について、書類作成事務や監査事務の更なる合理化や早期化、また、欧米でみられるような一つの書類での双方の開示をより容易にする観点から、以下の点についてどのように考えるか。
 - ・ 一般社団法人日本経済団体連合会が提供している事業報告・計算書類のひな型(以下「経団連ひな型」。)と有価証券報告書との間で記載を求めめる内容に差異が生じている部分があり、事業報告・計算書類と有価証券報告書の開示内容を共通化すべきとの指摘。事業報告・計算書類の開示内容を規定している会社法施行規則及び会社計算規則は、各書類の様式や事業報告に関する記載の詳細については定めていない。
 - ・ このため、経団連ひな型に即していても、会社法施行規則・会社計算規則の記載事項と有価証券報告書の記載事項に共通する記載を行うことにより、両者の記載事項の共通化が可能なことを明確化する。
 - ・ このほか、有価証券報告書の「大株主の状況」においても自己株式を控除して計算を行い、事業報告との記載の共通化を図る。

対話の充実に向けた開示・総会開催日程

- 対話の充実に向けた開示・総会開催日程について、以下のような議論が行われてきたが、開示・総会開催日程についてどのように考えるべきか。
 - ・ 株主との建設的な対話等を充実させるため、機関投資家等から、株主総会の開催前に有価証券報告書を開示すべきであるとの指摘があり、実際には、一部の上場会社は、株主総会の開催前に有価証券報告書を開示。また、有価証券報告書が事業報告・計算書類等と同時期に開示されれば、監査手続きの効率化に繋がるとの意見。
 - ・ さらに、例えば3月決算の会社が、株主総会を7月に開催することにより、有価証券報告書の総会前開示が出来る企業が増加し、株主との建設的な対話の充実等につながるとの意見。このほか、総会開催を遅らせることにつき、以下のメリットとデメリットが指摘。
- ＜メリット＞
- ①有価証券報告書の総会前提出や株主総会議案の十分な検討時間の確保を通じた対話の促進
 - ②株主総会の開催日の集中緩和等に繋がらう
 - ③事業報告・計算書類等の提供時期を遅らせることが可能となり、その場合には監査時間の確保に資する
- ＜デメリット＞
- ①役員が選解任が後倒しとなることにより経営上の意思決定の遅れが生じうる
 - ②決算早期化に向けたこれまでの経営努力が否定される
- また、制度上も、有価証券報告書と事業報告の「大株主の状況」等の記載時点を議決権行使基準日とすることができるようになり、7月開催とした場合における株主確定の事務負担の増加が生じないようにする。

事業報告・計算書類等の電子化

- 現行制度上は、株主から事前同意を得れば、事業報告・計算書類等の全てを電子的に提供することが可能であるが、株主の事前同意がない場合は、電子的に提供可能な書類は、これらのうち株主資本等変動計算書・個別注記表など一部の書類のみ。
- 事前の同意なしに電子的に提供可能な書類の範囲を拡大し、事業報告・計算書類等の電子化が進めば、印刷に要する時間を短縮でき、株主総会議案の十分な検討時間の確保や、事業報告・計算書類等の作成・監査の時間の拡大に繋がる等のメリットがあるとの意見。
- 他方で、対象範囲や方法によっては、個人の議決権行使率の低下やデジタルバイド(情報格差)の問題を招くおそれがあるとの意見。
- こうした意見を踏まえると、事前の同意なしに電子的に提供可能な書類の範囲を拡大することが望ましいが、デメリットに対しては各企業や株主の状況に応じた配慮が必要であると考えられるが、どうか。

金融商品取引法研究会名簿

(平成 28 年 3 月 22 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部講師・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋 藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	萩 野 明 彦	大和証券グループ本社執行役員法務担当
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会執行役
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部副本部長
〃	富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任
 —「新規な説明義務」を中心として—」 2014年9月
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」 2015年5月
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」 2015年10月
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第55号

金商法の観点から見た
コーポレートガバナンス・コード

平成28年5月26日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-671-6 C3032 ¥500E