

コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの論点

葭田英人

目次

- 一 はじめに
- 二 スチュワードシップ・コードの意義と課題
 - 1 制定の経緯
 - 2 概要
 - (1) スチュワードシップ責任
 - (2) 機関投資家の範囲
 - (3) 「プリンシプルベース・アプローチ」および「コンプライ・オア・エクスプレイン」
 - (4) 日本版スチュワードシップ・コードの原則
- 3 目的
- 4 課題
- 三 コーポレートガバナンス・コードの意義と課題
 - 1 制定の経緯

2 概要

- (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) 取締役会の責務
- (5) 株主との対話

3 目的

- (1) 株主総会における権利行使

- (2) 政策保有株式の解消

- (3) 取締役(会)の機能

- (4) 独立社外取締役の活用

- (5) 諮問委員会の設置

- (6) 監査役(会)の役割

四 必ず

一 はじめに

二〇一四年二月二六日、金融庁は「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）と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」を公表した。日本版ステュワードシップ・コードは、英国ステュワードシップ・コードを参考として策定された。英国版ステュワードシップ・コードは、世界金融危機であるリーマンショックの発生を契機として、コーポレートガバナンスの規範である統合規範（コーポレートガバナンス・コードに改編）の改正論議を受け、金融危機からの経済の回復を目的として、二〇一〇年七月に英国財務報告評議会が公表した機関投資家向け規範である。

日本版ステュワードシップ・コードは、企業価値向上のために機関投資家側の責任を定めたものであり、企業との対話を通じ、企業の持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の投資リターンを拡大を図ることを目的としているものである。日本版ステュワードシップ・コードを受入れる機関投資家は、「受入れ表明」および「日本版ステュワードシップ・コードの原則に基づく方針」を公表することが求められるが、法的拘束力を持つ法規範ではなく、遵守義務も罰則もない。しかし、日本版ステュワードシップ・コードを遵守しない場合にはなぜ遵守しないのか、その理由を説明する必要がある、一種のソフトローとして適用されることになる。

日本版ステュワードシップ・コードにより、機関投資家の意見を経営に反映しやすい仕組みをつくり、海外投資家の関心が高いコーポレートガバナンス改革に取り組み、投資マネーを呼び込む狙いもある。現在、上場会社の株式の過半は、国内外の機関投資家によって保有され、機関投資家が株主総会での決議を左右している。しかし、機関投資家の影響力の増大は、企業の効率性を高める効果を期待できる反面、短期志向による危険性が懸念される。

また、コーポレートガバナンス・コード（原案）は、金融庁と東京証券取引所が、二〇一五年三月五日に開いた有識者会議で正式決定された。社外取締役の複数化や政策保有株式の保有の狙いと合理性についての開示などを中心として取りまとめられ、東京証券取引所一部・二部の上場企業を対象に、東京証券取引所がルール化し、企業統治五原則を二〇一五年六月一日から適用する方針である。

企業統治五原則とは、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取締役会の責務、⑤株主との対話、であり、これらが実践され、各企業において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上が図られることにより、会社、投資家、ひいては経済全体の発展に寄与することが期待されている。

なお、コーポレートガバナンス体制の情報開示を促すコーポレートガバナンス・コードは多くの国ですでに策定されており、日本においても、コーポレートガバナンス・コードの策定が政府の指示の下、金融庁と東京証券取引所の主導により行われた。

そこで、本稿において、アベノミクスの第三の矢である成長戦略の柱としての日本版スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの策定の経緯および必要とされた背景、両コードにより何がどのように変わるのか、その意義と課題を明らかにし、両コードは、上場企業が目指すべきベストプラクティスとしての行動指針であるといえるのかどうかを検討することを目的とする。

二 ステュワードシップ・コードの意義と課題

1 制定の経緯

二〇一三年六月一四日、アベノミクスの「第三の矢」としての成長戦略を定める「日本再興戦略」において、強い経済を取り戻すための施策として、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観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について検討し取りまとめることが閣議決定され、日本版ステュワードシップ・コードは、機関投資家の受託者責任を通じて企業価値を向上させるための方策と位置づけられた。

これを受けて、金融庁に「日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が設置され、英国版ステュワードシップ・コードがそのまま採用されないように、日本の実情に応じた日本版ステュワードシップ・コード策定のための議論が進められ、二〇一四年二月二六日に日本版ステュワードシップ・コードが公表された。

日本版ステュワードシップ・コードにおいて、企業価値および資本効率の向上、企業の持続的成長を促す目的を達成するために、機関投資家が企業との建設的な対話（エンゲージメント）を通じて受託者責任を果たすことを求め、企業価値向上を通じて日本経済の成長を図ることを目的としたものである。

2 概要

ステュワードというのは、古くは英国において王室の資産を管理する管理者、とりわけ王室所有の不動産の管理人

のことを意味し、企業界やビジネス界では、よりよい状態で引き渡すために、預託を受けた資産を長期的に積極的かつ責任をもって管理運用することという意味で用いられている¹⁾。

日本版スチュワードシップ・コードにおいて、企業価値向上のための機関投資家側の責任を定め、企業との対話を通じ、日本版スチュワードシップ・コードに沿って、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たし企業の持続的成長を促すことを目的とし、責任ある機関投資家としてスチュワードシップ責任を果たすための諸原則を定めている。

(1) スチュワードシップ責任

スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境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)などを通じて、その企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターン⁴⁾の拡大を図る責任を意味する(日本版スチュワードシップ・コード前文)。

一方で、企業の側においては、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適正なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と日本版スチュワードシップ・コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。日本版スチュワードシップ・コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)が行われることを促すものであり、機関投資家が投資先企業の経営の細部にまで介入することを意図するものではないとされている(日本版スチュワードシッ

プ・コード前文5)。

(2) 機関投資家の範囲

機関投資家とは、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」（投資運用会社など）である場合と、その資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」（年金基金や保険会社など）である場合とに大別される。

このうち、「資産運用者としての機関投資家」には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、その企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。また、「資産保有者としての機関投資家」には、ステュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自らあるいは委託先である「資産運用者としての機関投資家」の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待されるとされている（日本版ステュワードシップ・コード前文7）。

(3) 「プリンシプルベース・アプローチ」および「コンプライ・オア・エクスプレイン」

日本版ステュワードシップ・コードは、機関投資家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、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのステュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、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（日本版ステュワードシップ・コード前文10）。

さらに、日本版ステュワードシップ・コードは、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではない。日本版スチ

ユワードシッブ・コードの趣旨に賛同し、これを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その旨を表明（公表）することを期待するとされている（日本版スチュワードシッブ・コード前文11）。

その上で、日本版スチュワードシッブ・コードは、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用している。すなわち、日本版スチュワードシッブ・コードの原則の中に、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。したがって、受け入れ表明（公表）を行った機関投資家であっても、すべ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注意を要する。ただし、機関投資家は、そ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、顧客・受益者の理解が十分に得られるよう工夫すべきであるとされている（日本版スチュワードシッブ・コード前文12）。

この手法の趣旨を理解し、日本版スチュワードシッブ・コードの受け入れを表明（公表）した機関投資家の個別の状況を十分に尊重することが望まれ、日本版スチュワードシッブ・コードの各原則の文言・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、機械的にスチュワードシッブ責任が果たされていないと評価することは適切ではないとされている（日本版スチュワードシッブ・コード前文13）。

（4）日本版スチュワードシッブ・コードの原則

日本版スチュワードシッブ・コードは七原則により構成され、機関投資家が従うべき指針が示されている。

原則1…機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則ってその責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきであるとする（日本版スチュワードシップ・コード指針1―2）。

原則2…機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

機関投資家は、顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要であり（日本版スチュワードシップ・コード指針2―1）、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきであるとする（日本版スチュワードシップ・コード指針2―2）。

原則3…機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、その企業の状況を的確に把握すべきである。

機関投資家は、投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、実効的な把握ができていないかについて適切に

確認すべきである（日本版スチュワードシップ・コード指針 3―2）。また、把握する内容としては、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を棄損するおそれのある事項については、早期に把握することができるよう努めるべきであるとする（日本版スチュワードシップ・コード指針 3―3）。

原則 4…機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

機関投資家は、実際に起こりうる様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである（日本版スチュワードシップ・コード指針 4―2）。

一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「OECDコーポレートガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「上場会社のコーポレートガバナンス原則」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、対話において未公表の重要事実を受領することについては、インサイダー取引規制に抵触するおそれがあることから、基本的には慎重に考えるべきであるとする（日本版スチュワードシップ・コ

ード指針4―3)。

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

機関投資家は、議決権の行使に当たって、投資先企業の状況やその企業との対話の内容等を踏まえた上で、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。さらに、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきであるとする(日本版ステュワードシップ・コード指針5―1・2・3)。

原則6…機関投資家は、議決権の行使を含め、ステュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性やコストなども考慮して決めるべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきであるとする(日本版ステュワードシップ・コード指針6―3)。

原則7…機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、その企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

機関投資家は、対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきであり（日本版スチュワードシップ・コード指針7―2）、必要に応じ、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益である。また、過去に行った投資先企業との対話やスチュワードシップ活動が適切であったか否かを省みることにより、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきであるとする（日本版スチュワードシップ・コード指針7―3）。

3 目的

機関投資家の株式保有割合が増加し、機関投資家に一定の責務を担ってもらうことが期待される「日本版スチュワードシップ・コード」には、①機関投資家の行動規範に係る諸原則を明らかにしつつ、スチュワードシップの多様性・個別性に対応可能である。②グッド・プラクティスに密着した規範の定立・見直しが可能である。③開示・説明により透明性が確保され、市場等の評価を通じたフィードバックが可能となる。④適用範囲についても柔軟性を確保し得る。⑤定期的かつ柔軟な見直しが可能である。⑥法的拘束力のある規範としては定立困難な事項を対象としうる等の多くのメリットがある。^②」

このように日本版スチュワードシップ・コードにおいて、原則のみを規定し、法的拘束力を認めず、エンゲージメントを通じてコンプライ・オア・エクスペレインにより運用されることは、機関投資家の活動が積極的になり、日本版スチュワードシップ・コードに関連してさまざまな情報が開示され、それに伴い、各機関投資家の方針も開示・比較されることから、機関投資家としての透明性の高い責任ある行動が期待できる。その結果、企業経営の効率性向上に寄与し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることにつながる。

4 課題

機関投資家が株主として積極的に行動することにより、企業価値および資本効率の向上、企業の持続的成長を促すことが期待できる一方で、機関投資家が、株主への利益分配の増加を求め、企業が長年積み上げてきた蓄積を流出させるだけで稼ぐ力を弱め、企業価値および企業の持続的成長を損なうおそれもある。

会社関係者（経営陣、長期雇用の従業員、取引先等）からは、株主がその権利を短期志向（short-termism）のもとに行使用することへの警戒心、ないしはそれに対する反発が、半ば必然的に生じることになる。⁽³⁾このように、一般の機関投資家がアクティビストのように会社にとって悩ましい株主になることを心配する意見もあるようだ。これは本末転倒な議論である。むしろこのようなアクティビストと呼ばれる投資家の多くは、世界的にもスチュワードシップ・コードのような機関投資家に対する規範に署名している例は少ない。⁽⁴⁾

しかし、日本版スチュワードシップ・コードの規定をどのような形で遵守するかは、基本的に個々の機関投資家の意思に委ねられているわけであり、規制としての実効性に限界があることも事実である。⁽⁵⁾

三 コーポレートガバナンス・コードの意義と課題

1 制定の経緯

二〇一四年二月二六日、日本版スチュワードシップ・コードが公表され、二〇一四年六月二〇日、企業統治の強化

と親子会社法制の見直しを改正の中心とする改正会社法が成立した。

さらに、二〇一四年六月二四日に公表された『日本再興戦略』改訂2014において、日本経済全体としての生産性を向上させ、稼ぐ力（収益力）を強化していくためには、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマイノリティを変革し、グローバル水準のROE（自己資本利益率）の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ、攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要であるという考え方にに基づき、東京証券取引所が、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、二〇一四年八月、金融庁と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」が設置され、コーポレートガバナンス・コードに関する基本的考え方を取りまとめた。その後、東京証券取引所は、その原案を踏まえ、二〇一五年二月二四日、上場規則案を公表した。六月までに上場規則等の改正を行うこととなるが、上場企業に対して、会社がとるべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、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、日本版スチュワードシップ・コードにおいてすでに採用されている「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用するとともに、「コンプライ・オア・エクスプライン（Comply or Explain）」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用し、法的拘束力を持つ法規範ではなく、遵守義務や罰則のないソフトローとして適用される、コーポレートガバナンス・コードを制定するものとされた。

2 概要

コーポレートガバナンス・コードは、コーポレートガバナンスのための五つの基本原則（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取締役会の責務、⑤株主との対話）およびそれぞれについての原則、補充原則から構成されていて、企業側が従うべき指針が示されている。

（1）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」とする。

つまり、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、持続的な成長に邁進することが求められる。

また、上場会社は、株主の有する株式の内容およ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ことについて広く株主から信任を得ることは、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とする考

え方による。

①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、適切に対応を行うべきである」とする。

取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである（補充原則1—1①）。

また、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（補充原則1—1②）。

さらに、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およびその役員に対する特別の権利（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、十分に配慮を行うべきである（補充原則1—1③）。

②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」とする。

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、必要に応じ的確に提供すべきであり（補充原則1―2①）、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る（補充原則1―2②）。また、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開催の日程の適切な設定を行うべきである（補充原則1―2③）。

なお、信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家が、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（補充原則1―2⑤）。

③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」とする。

④原則1―4 政策保有株式

「上場会社が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、中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、保有の狙い・合理性について具体的な説明を行うべきである。さらに、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」とする。

⑤原則1―5 買収防衛策

買収防衛策は、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とする。また、株主が公開買付けに応じて株式を手放す権利を不当に妨げる措置を講じるべきではない（補充原則 1—5①）。

⑥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」とする。

⑦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、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」とする。

(2) 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・監査役は、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」とする。

つまり、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、地域社会等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。

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とする考え方による。

①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、自らが担う社会的責任についての考え方を踏まえ、さまざま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」とする。

②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」とする。

③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」とする。

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、的確に対処するとともに、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(補充原則2-3①)。

④原則2-4 女性の活躍促進を含む社内多様性の確保

「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(ダイバーシティ)の確保を推進すべきである」とする。

⑤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」とする。

なお、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(社外取締役や監査役による合議体を窓口とする等)を行うべきであり、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(補充原則2-5①)。

(3) 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」とする。

①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、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」とする。

(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) 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

②原則3-2 外部会計監査人

「外部会計監査人および上場会社は、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」とする。

なお、監査役会は、少なくとも下記に対応を行うべきである（補充原則3-2①）。

(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

さらに、取締役会および監査役会は、少なくとも下記に対応を行うべきである（補充原則3-2②）。

(i) 高品質な監査を可能に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・問題を指摘した場合の会社側の対応体制の確立

(4) 取締役会の責務

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、会社の持続的な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、企業戦略等の大きな方向性を示すこと、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、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、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」とする。

①原則 4-1-2 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起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、健全な起業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである」とする。

②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・取締役に對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な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。さらに、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」とする。

③原則4―4 監査役および監査役会の役割・責務

「監査役および監査役会は、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、監査役およ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「守りの機能」があるが、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はなく、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」とする。

なお、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および常勤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(補充原則4―4①)。

④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」とする。

⑤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」とする。

(i) 経営の方針や経営の改善について、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に適切に反映させること

⑥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二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を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも三分の一以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、そのための取組み方針を開示すべきである」とする。

なお、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その観点から、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的に開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである（補充原則4—8①）。さらに、独立社外取締役は、互選により「筆頭独立社外取締役」を決定することなどにより、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきである（補充原則4—8②）。

⑦原則4—9 独立社外取締役の独立性判断基準および資質

「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」とする。

⑧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、統治機能のさらなる充実を図るべきである」とする。

つまり、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、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（補充原則4—10①）。

⑨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よく備え、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一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」とする。

⑩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、能動的に情報を入手すべきであり、必要に応じ、会社に対して追加の情報提供を求めるべきである。また、上場会社は、人事面を含む取締役・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」とする。

⑪原則 4-14 取締役・監査役のトレーニング

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（補充原則 4-14①）。また、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（補充原則 4-14②）。

(5) 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わ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」とする。

つまり、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。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べきであるという考え方による。

①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」とする。

②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、株主にわかりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである」とする。

3 目的

コーポレートガバナンス・コードは、会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、会社の迅速・果敢な意思決定を促すことを通じて、「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである。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、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。

つまり、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、コーポレートガバナンス・コードでは、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。

さらに、コーポレートガバナンス・コードは、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、日本版スチュワードシップ・コードに基づく、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、さらなる充実を図ることが可能である。コーポレートガバナンス・コードから生まれるガバナンス体制の情報の開示は、日本版スチュワードシップ・コードを推進するための大前提であり、コーポレートガバナンス・コードと日本版スチュワードシップ・コードとは、両者が適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスが実現されることが期待されるとされている。

なお、二つの日本版コードによるコーポレートガバナンス改革は、企業統治体制の情報開示により、海外からの投

資を増やすとともに、税制改革の目玉である法人税率引き下げに伴う余剰資金や、過去最高となった企業の内部留保を、成長投資や株主還元、賃金引上げに回し、資本の効率化による経済成長の起爆剤として有効活用するよう株主（機関投資家）が働きかける仕組みを確立しようとする狙いもある。

4 課題

（１）株主総会における権利行使

現在、ほとんどの三月末決算企業は、三月末の基準日を決算日としている。会社法においては、基準日から三カ月以内に株主総会を開催しなければならないため（会社法一二四条二項）、六月末に開催日が集中する。招集通知も開催日の二週間前までに発送しなければならないので（会社法二九九条一項）、発送日も集中する。

そこで、コーポレートガバナンス・コードにおいて、株主総会での株主の権利行使が適切に行うことができるよう、招集通知を早期に発送し（補充原則１―２②）、株主総会開催日の適切な設定を行うべき（補充原則１―２③）とされた。

法律上、基準日を決算日に合わせる必要はないので、株主総会が六月に集中して、機関投資家が議案を精査できない問題や、企業と投資家とのエンゲージメント（目的を持った対話）において、時間的な余裕をもてるようにそれぞれ工夫した適切な日程の設定が可能である。

（２）政策保有株式の解消

コーポレートガバナンス・コードにおいて、上場会社が政策保有株式を保有する場合には、政策保有に関する方針

を開示し、保有の狙い・合理性について具体的な説明を行うべきである。さらに、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・開示すべきであるとする（原則 1―4）。

特に、株式の持ち合い（政策保有株式）は、投資先企業が事業不振になってもたれ合い、「物言わぬ安定与党株主」になることを暗黙の前提としており、コーポレートガバナンスにおける重大な空洞を生ぜしめるリスクを伴うものである⁽⁶⁾。

なお、株式の持ち合いは、欧米ではほとんどみられず、利益の追求、株主への利益還元、一般株主（特に少数株主）との利益相反などについて支障をきたしかねないことから、リターンがコストやリスクを上回ることを説明・開示するとともに、議決権行使の方針を定め開示しなければならない。したがって、合理的理由が説明できない限り株式の持ち合いは解消され、非効率的な投資を改善することができる。

（3）取締役（会）の機能

コーポレートガバナンス・コードにおいて、取締役会は、経営陣による適切なリスクテイクを支えることが主要な役割・責務であり、経営陣からの健全な起業家精神に基づく提案の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、経営陣の迅速・果敢な意思決定を支援すべきであるとする（原則 4―2）。

上場会社の取締役会は、経営者の努力に関する適切なモニタリングを行い、それを会社外の者にも立証可能なものとする役割をはたすべきであり、コーポレートガバナンス・コードの狙いは、経営陣の適切なリスクテイクを促し、本コードに基づいたガバナンス体制の下での経営判断なら、ビジネス・ジャッジメント・ルールが適用されるとする

ものである。

(4) 独立社外取締役の活用

コーポレートガバナンス・コードにおいて、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ため、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二名以上選任すべきである。

また、会社をとりまく環境を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも三分の一以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、そのための取組み方針を開示すべきであるとする（原則4―8）。

また、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、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的開催するなど、独立した客観的な立場に基づき情報交換・認識共有を図るべきである（補充原則4―8①）。さらに、独立社外取締役は、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とする（補充原則4―8②）。

欧米においては、上場会社の社外取締役を過半数とする規則が設けられており、海外からの投資を増やすために、日本版コードも欧米の基準に近づけようとするものである。

独立社外取締役の人数については、第五回有識者会議において、形式基準の弊害や量より質の問題、実効的に役割を果たすためには複数必要であるなどの意見があったが、結局、複数名設置すればその存在が活かされる可能性が大きく高まるという観点から、「少なくとも二名以上」という提案になった。

独立社外取締役の複数名設置については、人数と企業の収益性や業績向上および違法行為の防止には因果関係がないことや数の確保の問題があるが、異なる経営経験からの複数の視点を生かせば、経営改善につながる可能性もあり、

取締役経験者が他社の社外取締役になることにより人材不足は相当程度解消するであろう。

また、社外取締役会議（エグゼクティブセッション）や互選により「筆頭独立社外取締役」を設置することは、責任を明確化するという観点から意味がある。

一方、社外取締役の事実上の設置強制は、社外監査役制度が外国人投資家に理解・評価され難い、社外取締役があれば取締役会において公正な判断が行われたとの世間の評価が得られやすい、といったものにすぎないことが多い。それは体裁を取り繕うことが重要であると主張しているに等しい。⁽⁸⁾

また、会社が社外取締役を設置することも、そのこと自体はよいことである。ただ、社外取締役（独立取締役）を設置せよという投資家からの圧力のないところに、事実上の設置強制をすることには、何の意味もあとは思えない。⁽⁹⁾社外取締役の事実上の設置強制は、社外取締役制度が過大評価される一方で、監査役制度の過小評価をもたらしている。⁽¹⁰⁾社外取締役を導入することを優先し、コーポレートガバナンスの本質を見失っているのではないかと思えてならない。

先の法制審議会会社法部会においても、当初は、監査役が取締役会決議による代表取締役の選定および解職に関与することは、業務執行権から分離された監査機関による監査という監査役制度の本質と整合しうるか否かが検討され、取締役の職務執行に重大な違法があった場合等に、監査役に取締役解任の訴えの提起権を付与するかどうかも議論がされていたが、いつのまにか立ち消えとなってしまう。

監査役制度の本質を検討することなしに、海外から理解され易い制度ということでのよいのか疑問である。試行錯誤せざるを得ない面もあるが、今後、本来のコーポレートガバナンスのベストプラクティスを根本的に検討する必要がある。

(5) 諮問委員会の設置

コーポレートガバナンス・コードにおいて、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、統治機能のさらなる充実を図るべきであるとする（原則4―10）。

つまり、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つて、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、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（補充原則4―10^①）。

上場会社が指名委員会等設置会社でない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬の決定に当たり、任意の諮問委員会を設置し、独立社外取締役の適切な関与・助言を得ることにより、客観性と透明性を確保することができる。さらに、コーポレートガバナンス・コードにおいて、コーポレートガバナンスに関連する様々な事項（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との補足説明がされている。

(6) 監査役（会）の役割

現在、多方面（特に海外の機関投資家等）から、監査役制度の信頼性と有用性に関する疑問が投げかけられている。たとえば、①監査役はいかなる任務を負っているのか、②議決権のない監査役が取締役会に出席して何をしているの

か、③代表取締役を解任できない監査役には監督の役割は果たせないのではないか、④監査役は従業員出身者が多く、独立性に欠けるのではないか、⑤監査役は公認会計士の資格がないのに、なぜ無資格で会計監査を担当しているのか、などである。¹¹⁾

コーポレートガバナンス・コードにおいて、監査役およ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「守りの機能」があるが、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はなく、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とする（原則 4—4）。

なお、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および常勤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（補充原則 4—4¹²⁾）。

さらに、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一名以上選任されるべきであるとする（原則 4—11）。

たしかに、監査役には高い情報収集力があるため、社外取締役では収集できない情報を有することがあり、これを共有することにより社外取締役制度の実効性が高まる。他方、社外取締役は取締役会での議決権を有する。また、監査役には適法性を中心に監査することが期待されているが、社外取締役には幅広い経営全体の監督が期待されている。監査役と社外取締役が、それぞれの強みを有し、連携することによって相互にその機能を補完できる関係にある。¹²⁾

しかし、監査役と社外取締役が連携するといつても、立場の違いがあり、それほど簡単に連携できるものではないように思われる。監査役に取締役会での議決権を持たせるならば、社外監査役を社外取締役に横滑りさせて監査等委員会設置会社に移行すればよいだけのことであるが、監査役は独任制の機関であり、高い情報収集力がある。やはり、コーポレートガバナンスにおける監査役制度についての本質的なさらなる議論が必要である。

四 むすび

日本版スチュワードシップ・コードが機関投資家側の責任を定め、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を明示したことは、株主が経営者と対話すること自体肯定的といえなかった日本に新たな価値観を提示することになった。¹³⁾

さまざまな問題点はあるとしても、機関投資家が、企業価値向上のために企業との対話を通じ、企業の持続的成長を促すことにより顧客・受益者の投資リタインの拡大を図り、その成果として、日本経済全体が成長発展することになる。そのためには、日本版スチュワードシップ・コードのメリットを適切に活かすことにより、日本のコーポレートガバナンスがよりよく発展していくことが十分に期待できるものと考ええる。

また、『日本再興戦略』改訂2014において示された通り、日本企業の稼ぐ力を取り戻すためのコーポレートガバナンスの在り方がコーポレートガバナンス・コードにより明確化され、日本版スチュワードシップ・コードにより機関投資家との対話を積極化させ、中長期的な企業価値を高め、賃金が上昇し、雇用機会も拡大し、企業が社会的責任を果たし、利益が国民に還元され、経済活動の好循環が実現し、ひいては、日本経済全体の持続的成長がもたら

されることが期待されている。

一方、法律でもない二つの日本版コードによる政府主導の経営改革は、企業の自主性を制約した意思自治の問題にもなりかねない。二つの日本版コードには、余剰資金や企業の内部留保を、成長投資や株主還元に戻すよう機関投資家が働きかける仕組みを確立しようとする狙いがある。しかし、機関投資家が責任を持った働きかけができるのか。さらに、企業にとって、余剰資金や内部留保はビジネスリスクのための備えであり将来の投資原資である。銀行融資にも有利に働き、倒産リスクが低いという信用力となるものである。

ただし、内部留保が過度な場合には、配当、賃上げ、設備投資などにより、資本を有効活用するよう働きかける仕組みは必要であるが、本来、企業が自律的に持続的成長や企業価値の向上を図るべきであり、経済の活性化という理由で、企業における資金の使途にまで政府が口を出すことは強引で性急なやり方ではないかと思えてならない。もつと市場や企業の在り方を議論する必要がある。

しかし、コーポレートガバナンス・コードによるベストプラクティスという新しい概念が日本に導入されることは、不祥事等を防止する「守りの経営」だけでなく、「稼ぐ力」を高めるための「攻めの経営」が必要ではないかという問題意識が背景にあり、これまでは見られない画期的な考え方である。たしかに、社外取締役の事実上の設置強制は問題であり、上場企業の負担は重いかもしれない。しかし、「車の両輪」として両コードが適切に相まって質の高いコーポレートガバナンスが実現されることにより、市場や企業の在り方が変わり、経営のイノベーションとなる可能性がある。

注

- (1) 神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向―ステュワードシップ・コードを中心として―」商事法務二〇三〇号(二〇一四)一三頁。
- (2) 神作裕之、前掲注(1)、二二頁。
- (3) 田中亘「日本版ステュワードシップ・コードの検討―機関投資家の役割についてのアンビヴァレントな見方」監査役六二九号(二〇一四)七〇頁。
- (4) 上田亮子「ステュワードシップ・コードが株主総会に与える影響―機関投資家対策―」資料版商事法務三六一号(二〇一四)一三三頁。
- (5) 大崎貞和「日本版コード成功の条件」企業会計六六卷八号(二〇一四)五〇頁。
- (6) 富山和彦「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する意見書(第三回有識者会議向け)」(二〇一四年九月三〇日)コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議資料四頁。
- (7) 池尾和人「本コードの目的」の7に関する経済学的理解」(二〇一四年二月二日)コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議資料。
- (8) 江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報八六卷一〇号(二〇一四)六一頁。
- (9) 江頭憲治郎、前掲注(8)、六二頁。
- (10) 西山芳喜「監査役的使命―日本型企業システムの要を担う―」監査役六三〇号(二〇一四)二八頁。
- (11) 西山芳喜、前掲注(10)、二六頁。
- (12) 斎藤惇「市場の変化と監査役への期待の高まり」監査役六三〇号(二〇一四)五四頁。
- (13) 小口俊明「日本版ステュワードシップ・コードについて」資料版商事法務三五九号(二〇一四)一二頁。
- (14) 太田洋・高木弘明「コーポレートガバナンス・コード(日本取締役協会案)の解説―攻めのガバナンスに向けて―」商事法務二〇四八号(二〇一四)一八頁。