

「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔Ⅱ〕

油布志行 金融庁総務企画局企業開示課長

渡邊浩司 東京証券取引所上場部企画グループ課長

谷口達哉 金融庁総務企画局企業開示課専門官

善家啓文 金融庁総務企画局企業開示課専門官

第三 本コード（原案）の概要

一 第一章 株主の権利・平等性の確保 (承前)

4 原則一―三 資本政策の基本的な方針
本原則は、上場会社に対して、「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」としている。

本有識者会議における議論（第七回等）にもあったとおり、ここでいう「資本政策の基本的な方針」とは、エクイティ・ファイナンスや自社株買いに關する実施計画のような、個別の資

本政策についての具体的な予定等ではなく、こうした個別の資本政策（原則一―四以下で取り扱われているものを含む）の基礎となるべき、いわば総合的な基本方針のようなものを説明することが想定されている。

5 原則一―四 いわゆる政策保有株式

本原則は、自由民主党・日本経済再生本部が平成二六年五月二三日に公表した「日本再生ビジョン」において、コーポレートガバナンス・コードに「株式持ち合い」に関する記載をすることが考えられる旨明記されたことなども踏まえ、いわゆる政策保有株式（注一四）をめぐる課題を扱ったものである。

従前より、この課題に關しては、上場会社の側からは、政策保有株式は提携等を通じて事業上の利益につながるとの見方が示される一方

目次

第一	はじめに
第二	総論
第三	本コード（原案）の概要
一	第一章 株主の権利・平等性の確保
1	基本原則一
2	原則一―一 株主の権利の確保
3	原則一―二 株主総会における権利行使 (以上二〇六二号)
4	原則一―三 資本政策の基本的な方針
5	原則一―四 いわゆる政策保有株式
6	原則一―五 いわゆる買収防衛策
7	原則一―六 株主の利益を害する可能性のある資本政策
8	原則一―七 関連当事者間の取引
二	第二章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
1	基本原則二
2	原則二―一 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定
3	原則二―二 会社の行動準則の策定・実践
4	原則二―三 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
5	原則二―四 女性の活躍促進を含む社内多様性の確保
6	原則二―五 内部通報 (以上本号)

で、株主や投資家の側からは、①利益率・資本効率の低下や（株価変動リスクを抱えることに伴う）財務の不安定化を招くおそれがあるなど

といった経済合理性に関する懸念や、②株主総会における議決権行使を通じた監視機能が形骸化し、いわゆる「議決権の空洞化」を招くおそれがあるなどといった議決権行使に関する懸念等が指摘されてきた。こうした双方の見解の背景には、本有識者会議における議論(第三回等)にもあったとおり、上場会社の資本がいわゆる本業に直接投資されるのではなく、他の上場会社株式の投資に充てられる場合(しかも、投資の直接的なリターンを追求する通常の純投資ではない場合)、いわば「上場会社の外側にて情報の非対称性の下におかれている」株主や投資家にとっては、そのような投資に事業上どのような意味合いがあるのが必ずしも明確とならないという構造が存在しているものと考えられる。このため、本原則においては、こうした構造等を踏まえ、政策保有に関する開示の規律を強化することにより、上場会社と市場との対話を通じて合理的な解決策を見出すことに主眼を置いたアプローチがとられている。

本原則は、まず、第一段落の第一文において、上場会社に対して、「政策保有に関する方針」の開示を求めている。これは、個別の政策保有の基礎となる方針が広く開示されることにより、上場会社と市場との対話の基盤が確立されることを期待したものである。なお、この「方針」は、個別銘柄ごとに策定されなければならないものではなく、基本的には、政策保有全般に共

通する方針を開示することが想定されているものと考えられる。

また、本原則は、第一段落の第二文において、「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」としている。これは、毎年、政策保有をめぐる課題の一つである①経済合理性に関する懸念について、取締役会において独立した客観的な立場からの「検証」がなされた上で、これを反映した「具体的な説明」が対外的に行われ、さらに、その反応等も踏まえて翌年の「検証」(保有の継続等に関する判断を含む)がなされるといったように上場会社と市場との対話が継続されていくことにより、合理的な解決策が見出されることを期待したものである。なお、ここにおいて「具体的な説明」の内容は、あくまでこうした検証を「反映した」保有のねらい・合理性であり、「検証」の内容そのものの公開が求められているものではない(注一五)。また、必ずしも個別銘柄一つずつについて異なる説明をするのではなく、ある程度グループピングすることもあり得よう。ただし、そうした説明に当たっては、本原則の趣旨・精神に鑑み、表層的な説明に終始するのではなく、市場と意義ある対話が可能となるよう、可能な限り、株主や投資家にとって付加価値の高い内容

の説明(注一六)がなされることが望まれるものと考えられる。

さらに、本原則は、第二段落において、上場会社に対して、「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」としている。これは、政策保有をめぐるもう一つの課題である②議決権行使に関する懸念について、各上場会社の合理的な判断に基づく基準(通常は、個別銘柄ごとではなく、ある程度共通の基準か)が策定・開示され、これを踏まえた市場との対話がなされることを通じて、合理的な解決策が見出されることを期待したものである。なお、ここにおいて「適切な対応を確保するための基準」との用語からは、必ずしも機械的・形式的に議決権の行使内容が導かれるような基準のみが想定されているものではないと理解することができる。

6 原則一―五 いわゆる買収防衛策

本原則は、「買収防衛の効果をもたらし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」としている。

一般に、買収防衛策は、その導入が決定され

るか否か、また、導入された買収防衛策がどのようなに運用されるかによって、一般の株主や投資家に対して大きな影響を与え得る。本原則は、こうした買収防衛策がもたらす影響の大きさに鑑み、その目的が経営陣・取締役会の保身であつてはならないことを明記するとともに、その導入・運用について、株主に対する受託者責任を全うするという観点からの適切な対応を求めらるものである。こうした買収防衛策の導入・運用に関しては、法令等の規律による一定の制約（開示の規律を含む）が課されているところであるが、本原則は、こうした規律の適切な遵守を含め、前記のような観点からの適切な対応を求めるものであると考えられる。また、本原則の適用範囲は、「買収防衛の効果をもたらしことを企図してとられる方策」との記載からも明らかとなり、意図せずに買収防衛の効果を事実上もたらし得るような通常の事業活動等についてまで含まれるものではないが、他方で、いわゆるライツ・プラン型の買収防衛策（差別的な行使条件・取得条項付の新株予約権無償割当て等を利用したもの）のような特定の買収防衛策のみに限定されるものでもないと考えられる。

本原則に関連して、補充原則一―五①は、「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」としている。

本補充原則の前段は、公開買付けが株主に与え得る影響の大きさに鑑み、取締役会としての考え方（公開買付けに対する賛否等や、取締役会としての対抗提案があればその内容等）を、明確に説明することを求めるものである。その説明手段・媒体等については、特段限定されておらず、基本的には各上場会社の合理的な判断に委ねられていると考えられるが、たとえば、金融商品取引法上の意見表明報告書において「公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の記載が求められていることを踏まえ、意見表明報告書において取締役会としての考え方等を明確に記載して開示するなどといった対応も考えられる。また、本補充原則の後段は、公開買付けが株主にとって適切な株式の売却機会となり得ることから、（例外的な場合があり得るとしても）基本的にはこうした売却を妨害する効果のあるような措置を講じるべきでないことを示すものと考えられる（注一七）。ただし、「不当に妨げる措置を講じるべきではない」との文言にも表れているとおり、必ずしもすべての公開買付けについてあらゆる措置を講じるべきでないとするものではなく、どのような場合にどのような措置を講じることが許容されるかについては、株主に対する受託者責任を全うす

る観点から合理的に判断することが期待されているものと考えられる。

7 原則一―六 株主の利益を害する可能性のある資本政策

本原則は、「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」としている。

本原則は、大規模な増資やMBOに代表されるような、株主の利益を害する可能性のある資本政策について扱ったものである。こうした資本政策の実施については、法令等の規律による一定の制約（開示の規律を含む）が課されているところであるが、本原則は、こうした規律の適切な遵守を含め、株主に対する受託者責任を全うする観点からの適切な対応を求めるものであると考えられる。

8 原則一―七 関連当事者間の取引

本原則は、取締役会に対して、「上場会社が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、……あらかじめ、取引の重要性やその性質に合っ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」としている。

一部の関連当事者間の取引については、会社法をはじめとする法令等によりその手続や開示に関する規律の対象とされているところであるが、本原則は、必ずしもこうした規律の対象となる取引の範囲にとられず、会社や株主共同の利益を害するおそれのある関連当事者間の取引全般をその対象とするものである。本原則は、こうした取引について、取締役会に対して適切な手続の策定等を求めるものであるが、「取引の重要性やその性質に応じた」との記載からも明らかかとおり、その手続の内容については、（法令等による規律の許容する限りにおいて）一定のグラデーションがあり得ることを前提としている。また、本原則においては、こうした手続を踏まえた「監視（取引の承認を含む）」が求められているが、その基礎となる手続の内容について一定のグラデーションがあり得ることを踏まえれば、ここにいう「取引の承認」とは監視方法の例示であると考えられる。このため、本原則は、必ずしもあらゆる取引について一律に取締役会における承認を求めるものではないし、一方で、たとえば、取締役会の承認だけでは適切な監視が実践できないと考える取

引がある場合には、任意の諮問委員会を活用するなどといった対応を行うことも、本原則の趣旨に合うものと考えられる。

第二章 株主以外のステークホル

ダーとの適切な協働

1 基本原則二

基本原則二

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。

コーポレート・ガバナンスにおける株主以外のステークホルダーの位置づけに関してはさまざまな議論があるが、本コード（原案）においては、まず、「上場会社には、株主を含む多様なステークホルダーが存在しており、こうしたス

テークホルダーとの適切な協働を欠いては、その持続的な成長を実現することは困難である」ことが強調されている（基本原則一に係る「考え方」部分）。そして、多様なステークホルダーの中で、株主は、資本提供者として「重要な要

であり、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点でもある」（同）とする一方で、本基本原則に係る「考え方」部分に記載されているとおり、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会など「株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する」とし、「上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠である」としている。このような考え方を踏まえ、本基本原則の第一段落では、上場会社に対し、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、……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」ことを求めている。

イギリス、ドイツやフランスのコードには、株主以外のステークホルダーとの協働について独立した章を設けているものはなく、こうしたステークホルダーについての記述もそれほど多いわけではない。本コード（原案）で、独立した章を設け、相応の分量を割いた記述がなされている理由は、一つには、OECD原則の章立

てを踏まえたことが挙げられるが、それと同時に、わが国では伝統的にこうしたステークホルダーの権利や立場を幅広く尊重する企業文化・風土が強いことを反映したものとみることができ。その意味で、本章は、本コード（原案）の特色をなすものの一つといえよう（注一八）。

また、本基本原則の第二段落は、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・風土の醸成は、一次的には取締役会・経営陣の役割・責務であることを示したものである（トーン・フロム・ザ・トップ）。

2 原則二一 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定

本原則は、上場会社に対して、「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」であるとした上で、「こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべき」としている。経営理念は、会社の価値観を定めるとともに事業活動の大きな方向性を定め、具体的な経営戦略・経営計画や会社のさまざまな活動の基本となるものである。他方、株主を含むステークホルダーにとっては非財務情報の一つであり、会社がさまざまなステークホルダーに配慮しつつどのように中長期的な企業価値向上を図っていくのかを理解するための重要な情報となる。こう

したものを各社がどのように名づけるかはさまざまであろうが、名称にかかわらず、このような内実を伴った理念・考え方を確立することが重要であろう（注一九）。

3 原則二二 会社の行動準則の策定・実践

本原則は、上場会社に対し、「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」とするとともに、取締役会に対し、「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」としている。

現在、多くの上場会社が行動準則（倫理基準、行動規範等と称されることもある）を策定している。むしろ課題は、その実践にある場合も少なくないと考えられるが、そのためにとられる施策が適切であるか否かの判断は、各会社の取締役会の判断に委ねられる。

補充原則二二①では、「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」とし、「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」としている。こうしたレビューを行い、当該レビューの結果を踏まえて、必要に応じ行動準則の改訂を行うというプロセスを繰り返していくことは、行動準則を浸透、遵守させるためにも有効であろう。

4 原則二三 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

本原則は、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、上場会社に対し、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティをめぐる課題について、適切な対応を行うことを求めるものである。本原則は、本コード（原案）の中でもとりわけ抽象度の高い記載となっているが、これは、サステナビリティ課題に対し具体的にいかなる対応を行うかは、会社の事業活動の規模や業種・業態に応じて多様な内容が考えられるため、各会社の自主的な取組みに委ねるべき部分が特に大きいことを考慮したものである。

本原則に関連して、補充原則二二三①は、取締役会に対し、「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」ことを求めている。これは、サステナビリティ課題への対応を誤ることにより、会社のレビュー・シヨンを大きく毀損する事態もあり得ることから、取締役会に対し、リスク管理体制等を通

じ、こうした課題に適切に対処することを求めるものである。さらに、補充原則二―三①は、サステナビリティ課題への対応を単にリスク管理の一部として位置づけるにとどまらず、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」としている。ただし、前述のとおり、具体的な取組みの内容は多様であり各会社に委ねるべき部分が大きいため、ここでは、「取り組むべき」ではなく、「取り組むよう検討すべき」とワンクッション置いた表現が用いられている。

サステナビリティ課題への取組み内容の開示については、本原則・補充原則では明示的に記載はされていないが、これらについて主体的に開示を行うことは、基本原則三で「非財務情報」の主体的な開示を促していることとの関係からいっても、高い評価を受ける場合が多いと考えられる。

なお、スチュワードシップ・コードの原則三では、「機関投資家は、……当該企業の状況を的確に把握すべきである」とされており、把握する内容の一例として、「社会・環境問題に関連するリスク」が挙げられている。スチュワードシップ・コードと本原則・補充原則があいまって、サステナビリティ課題への取組みが促進されることが期待されるところである。

5 原則二―四 女性の活躍促進を含む社内多様性の確保

本原則は、上場会社に対し、「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」としている。本原則では、一例として女性の活躍促進を挙げているが、本原則で求められる「多様性」は性別に限られるわけではなく、各会社の置かれた状況に応じて、経歴・年齢・国籍・文化的背景等、幅広い内容が含まれるものと考えられる(注二〇)。

なお、本コード(原案)では、取締役会の多様性の確保については、原則四―一および補充原則四―一①において記載されており、本原則は、主に従業員レベルでの多様性の確保を念頭に置いたものである。

6 原則二―五 内部通報

本原則は、上場会社に対し、「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」とし、取締役会に対し、

「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」としている。公益通報者保護法等を受けて、内部通報の体制整備を行っている会社は多いが(注二二)、体制整備の内容や通報処理の運用の状況は会社によってさまざまであるとの指摘もある(注二二)。実効性の高い内部通報の体制整備を行うことは、違法または不適切な行為・情報開示を早期に発見・是正し、ステークホルダーの権利・利益を保護することにつながることも、会社にとってもリスク管理に必要な情報収集機能の強化を意味しよう。

補充原則二―五①は、上場会社に対し、「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」とし、経営陣から独立した通報窓口の設置を求めている。実務上は、外部の法律事務所等を通報窓口とする例もみられるが、そのような対応も、通常は、「経営陣から独立した窓口」に該当すると考えてよいであろう。

* 本稿の執筆は、金融庁総務企画局企業開示課の谷口達哉専門官および善家啓文専門官が分担して行い、同課の油布志行課長および東京証券取引所上場部の渡邊浩司課長がその監修や全体の調整等を行った。このほか、金融庁総務企画局企業開示課の小長谷章人課長補佐、國島佳恵課長補佐、高田洋輔専門官、中野常道専門官、

浜田幸専門官、東京証券取引所上場部の佐々木元哉調査役、佐藤寿彦調査役および村上達哉氏が執筆に協力した。

(注一四) 自由民主党・日本経済再生本部が平成二六年五月二三日に公表した「日本再生ビジョン」においては、「政策保有目的でのいわゆる株式の持ち合い」との記載もなされているが、本原則においては、「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」と記載されていることから明らかなとおり、いわゆる株式の持ち合いのケース（上場会社同士が互いの株式を相互に持ち合うケース）に限定されず、一方の上場会社が他方の上場会社の株式を一方的に保有するのみのケースもその射程に含めていることに留意が必要である。

なお、本原則にいう「政策保有株式」の具体的な範囲については、基本的にはプリンシプルベース・アプローチの手法の下、各上場会社における合理的な判断に委ねられていると考えられるが、必ずしも上場会社本体が保有するものに限られるものではなく、たとえば、本有識者会議における議論（第八回）にもあったとおり、上場持株会社が子銀行（非上場）において政策保有株式を保有しているケースなどにおいては、当該政策保有株式についても、本原則にいう「政策保有株式」の範囲に含めて対応することが想定されていると考えられる。

(注一五) パブコメ（和文）回答六番参照。本有識者会議における議論（第三回等）にもあったとおり、事業上の機密等との関係で、検証の内容そのものを公開することは困難な場合もあり

得ると考えられる。

(注一六) ここにいう「説明」の方法に関しては、コーポレート・ガバナンスに関する報告書や有価証券報告書といった特定の媒体は指定されており、基本的にはその手法や様式等は各上場会社における合理的な判断に委ねられていると考えられる。

(注一七) 本有識者会議（第四回）参照。

(注一八) 本有識者会議の議論（第三回）においても、複数のメンバーから、株主以外のステークホルダーについても、その役割を十分に認識することが中長期的な企業価値の創造につながるという考え方が非常に重要である旨の発言があった。

(注一九) 本コード（原案）では、こうして策定した経営理念について、原則三―一(i)において開示が求められている。また、原則四―一においては、取締役会の役割・責務の一つとして、「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」が掲げられており、補充原則四―一③においては、「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」とも記載されている。

(注二〇) 平成二七年三月五日に金融庁が公表した「主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答」（以下「パブコメ回答（英文）」という）三番参照。

(注二一) なお、平成二六年会社法改正に伴い改正された会社法施行規則において、いわゆる内

部統制システムの一環として、「監査役への報告に関する体制」とともに、監査役への「報告をしたことを理由として不利な取扱いを受けないことを確保するための体制」を決議することが求められている（会社法三六二条五項、会社法施行規則等の一部を改正する省令（平成二七年法律省令第六号）による改正後の会社法施行規則一〇〇条三項四号・五号）。東京証券取引所の有価証券上場規程四三九条も参照。

(注二二) 平成二五年六月二五日に消費者庁が公表した「公益通報者保護制度に関する実態調査報告書」参照。

ゆふ・もとゆき
わたなべ・こうじ
たにぐち・たつや
ぜんけ・ひろふみ