

「コーポレートガバナンス・コード原案」の概要及び同原案における開示関係の規律

金融庁総務企画局企業開示課長 油布 志行

金融庁総務企画局企業開示課専門官 浜田 幸

I はじめに

平成27年3月5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」（以下、「本有識者会議」という）において、「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(以下、「本コード(原案)」という)が策定・公表された。

本コード(原案)の策定に先立っては、平成26年6月に公表された「『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、同年8月、東京証券取引所と金融庁を共同事務局として本有識者会議が設置され、計8回にわたり議論を重ねた上で、同年12月12日に本コード(原案)のパブリック・コメント案を取りまとめ、寄せられた意見の内容等を踏まえて、前述のとおり、本年3月5日に本コード(原案)の最終確定に至った。これを受けて、東京証券取引所等において、本コード(原案)を基にコーポレートガバナンス・コードが制定され、また、関連する上場規則等の改正が進められている。

筆者らは、この過程で、本有識者会議の事務局として、他国のコードの調査・分析、事務局案その他の資料の作成等に携わってきた。本稿では、そのような経験を踏まえ、本コード(原案)の概要等について解説を試みる。

以下では、IIでコーポレートガバナンス・コード策定の意義について、IIIで本コード(原案)の特徴について、またIVで本コード(原案)の構成について概説した上で、Vで本コード(原案)における開示関係の規律について解説を行う。その後、VIで本コード(原案)の適用範囲について、VIIで本コード(原案)の適用時期について、またVIIIで将来の見直しに係る見直しについて、それぞれ概説する。

本コード(原案)について幅広い関係者からの理解をいただくうえで、本稿がその一助となれば幸いである。なお、本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者らの個人的見解であることをお断りしておく。

II コーポレートガバナンス・コード策定の意義

コーポレートガバナンス・コードとは、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示すものであり、その源流は、1992年の英国におけるキャドバリー・レポートに求められる。厳格な法規範ではなく、いわゆるソフトローによって、コーポレートガバナンスの向上を図るというアプローチは、その後米国を除く主要先進国や、シンガポール・香港・マレーシアをはじめとする新興国等で広く採用されるに至っており、その採用国は60カ国を超えるとも言われる¹。また、これら各国のコーポレートガバナンス・コードの多くは、後述するプリンシプルベース・アプローチやコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用している²。「『日本再興戦略』改訂2014」では、OECDコーポレートガバナンス原則(以下、「OECD原則」という)に沿って、わが国でも「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を用いてコーポレートガバナンス・コードを策定することとされた。その狙いは、前述のような諸外国の経験を踏まえたうえで、わが国においても同様の手法を導入することにより、実効的なコーポレートガバナンスの実現を図ることにあるということができよう。

III 本コード(原案)の特徴

1 攻めのガバナンス

「『日本再興戦略』改訂2014」は、本コード(原案)の策定に際しての方向性を、次のように示した。「コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROE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」であり、「内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される」との考え方の下、「コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方を諸原則の形で取りまとめることは、持続的な企業価値向上のための自律的な対応を促すことを通じ、企業、投資家、ひいては経済全体にも寄与するものと考えられる」。

この方向性を受けて、本コード(原案)では、「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(中

略)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」旨が述べられている(序文7項)。

このように、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より、経営者の企業家精神の発揮を後押しすることを主眼としている。その意味において、「いわば『攻めのガバナンス』の実現を目指すもの」であることが、本コード(原案)の大きな特徴であるといえる。

諸外国では、過度のリスクテイクの回避や不祥事の防止を目指す観点から、「守り」のガバナンスに主眼を置く議論が多いように見受けられる。わが国では、健全な企業家精神の発揮を後押しすることを主眼としており、その点のみを切り出して見るとすれば、諸外国とは方向性が逆であると映るかもしれない。しかし、意思決定を行う仕組みの整備を通じて、適切な水準でリスクテイクが行われることを促そうとしているという点においては、両者の目指す着地点は共通しているのであり、それぞれの出発点が異なるに過ぎないということができよう。

2 プリンシプルベース・アプローチ

(1) 意義

本コード(原案)は、序文10項において、「プリンシプルベース・アプローチ」を採用する旨を述べる。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」(序文10項)にある。

プリンシプルベース・アプローチの内容を理解する上では、まずルールベースとプリンシプルベースの意義とその特質を理解することが有益であろう。ルールベースの下では、ある行為がルールに沿っているか否かについて明確な基準が示される。このようなアプローチは、明確性や予見可能性の確保という点において優れているものの、柔軟性に欠け、また、規制の対象範囲が過大・過小となりがちである。さらに、個別の状況や社会の変化に応じて妥当な結果を導こうとすると、内容を詳細かつ頻繁に書き分ける必要が生じるほか、「基準の文言に違反していなければ何をしてもよい」といった理解の下で、制度の「抜け穴」を狙う行動を招来しがちとなる。

これに対して、プリンシプルベースの下では、「抽象的で大掴みな原則」により規範が示されることとなる。この場合には、事案に応じた柔軟な解釈が可能となり、規制の対象範囲が過大・過小となるおそれや、詳細かつ頻繁に内容を書き分ける必要が小さくなる。他方で、プリンシプルベースにおいて示される規範は、ルールベースにおけるそれよりも解釈の幅が広いため、その対象者が、原則の趣旨・精神を充分に理解した上で、自らの活動が当該原則に則しているか否かを主体的に判断してゆくことが求められることとなる。

このルールベースとプリンシプルベースは、必ずしも二者択一の関係にあるわけではなく、ある政策目的の達成に向けて、両手法の最適な組み合わせを追究していくことが期待されるというべきである。英国をはじめとする主要国の大半が、自国の会社法や証券取引法をはじめとする主としてルールベースの規制とあわせて、コーポレートガバナンス・コードを導入し、その中で、プリンシプルベースの手法を更に突き詰める形で、通常の法令よりも抽象度の高い形で規範を示しているのも、両手法を適切に使い分けようとする試みの一例として理解することができよう。

なお、このように抽象度の高い形で規範を示し、かつ、通常の法令と同様に法的なサンクションを付そうとすると、明確性や予見可能性に欠けることを理由として、罪刑法定主義や適正手続(デュー・プロセス)の原則等との関係での問題を生じかねない。そのため、これらのコードにおいては、基本的に、ソフトローとしての位置づけの下で、法的なサンクションを課すことに代えて、市場の規律を通じてコードの実践を促していくという整理がなされている。その意味において、プリンシプルベース・アプローチは、ソフトローの枠組みを通じてその実効性を確保することを基本的に前提とするものであると考えられる。

(2) 留意点

本コード(原案)では、OECD原則と同様にプリンシプルベース・アプローチを採用したことに伴い、個々の用語について厳格な定義を置くことを見送っている。そのため、個々の用語の解釈に際しては、各会社において、各原則の趣旨・精神の十分な理解の下、「当社において各原則の趣旨・精神を全うするためには、これらの用語をどのように解釈することが適切か」といった観点から、いわばゴールから遡って考えていくような対応が求められる。

本コード(原案)において、上場会社の行動がプリンシプルベースの趣旨・精神やその背景にある理念等に沿っていないと関係者が考える場合には、基本的に、ソフトローの枠組みの下で、株主等のステークホルダーと会社との対話によって解決が図られることとなる。そのため、プリンシプルベース・アプローチの実効性を確保する上では、会社との対話等を行う株主等のステークホルダーの側においても、各原則の趣旨・精神やその背景にある理念等についての理解が求められるところであり、用語の解釈については、まずは各会社の考え方を尊重しつつ、仮に株主等のステークホルダーと見解が異なるのであれば、対話において共通の理解を探っていく、といった対応をとることが期待される。

また、関係者の間で、各原則の趣旨・精神やその背景にある理念等について理解の共有が図られるようにとの観点から、本コード(原案)は、一見、至極当たり前とも思えるような原理・原則をいくつか定めている。これらの原則について、ルールベース・アプローチの規律に通常求められるような、いわば「規律としての具体的な意味合い」を見出そうとすると、場合によっては、「具体的に何をすれば、この原則を実施(コンプライ)したことになるのか」との自縄自縛に陥りかねない。

また、プリンシプルベース・アプローチの下で示される抽象的な原則については、その解釈にただ一つだけの正解が存在するわけではなく、各社が自らの置かれた状況に応じて取組みの内容を画定してゆくことが求められる。各原則について、Ⅲ.3で後述するように、コンプライ(実施)せずその理由をエクスプレイン(説明)するという対応も可能であることにも照らせば、本コード(原案)への対応には、ルールベースの規制への対応とは異なり、相当程度の裁量の幅が存在するといえる。本コード(原案)を踏まえた各会社の対応に当たっては、本有識者会議における議論にもあつたとおり、経営レベル・経営企画レベルの課題として受け止めた上で、経営陣を中心とした全社横断的な検討を実施することが期待

されるところである。

3 コンプライ・オア・エクスプレイン

(1) 意義

本コード（原案）は、序文11項において「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）の手法を採用する旨を述べる。この手法は、各会社において、自社にとって最適と考えるガバナンスの実現を可能とするべく導入されたものといえる。

例えば、運動選手にとって、競技種目や自らの体質・プレースタイル等に応じて目指すべき肉体像が異なりうるように、上場会社においても、その業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等に応じて、最適なガバナンスは異なりうると思われる。ここで、一律に特定のガバナンス体制を義務づけることは、マラソン選手とボディビル選手に同内容の筋力トレーニングを課すのに似て、過度の負担や非効率性等の問題を生じさせかねない。また、これらの問題を回避すべく、一律の義務づけの水準を低いものに留めようとする、ガバナンスの実効性を十分に確保することが困難となりかねない。このような観点からは、一律に特定のガバナンス体制を義務づける手法のみに頼るのではなく、実施することが望ましいと一般に考えられるガバナンス体制を示しつつ、各会社において、自らの置かれた環境等に照らして実施（コンプライ）することが適当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（エクスプレイン）することにより、一部の原則をコンプライしないことも許容されるという手法をあわせて活用することで、より良い結果を導くことが期待できると考えられる。

(2) 留意点

コンプライ・オア・エクスプレインの意義が、前述のとおり、一律の義務づけという手法を回避し、自らに適したガバナンス体制の実現を可能とするところにあることを踏まえれば、各会社が「コンプライありき」の考え方に基いてうわべだけの形式的な遵守のための対応を行うことは適当ではない。上場会社においては、「各原則の趣旨・精神を踏まえ、自らのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応する」（序文8項）ことが強く期待される。

また、本コード（原案）において、上場会社による「コンプライ」や「エクスプレイン」の内容が適切でないと関係者が考える場合には、Ⅲ.2(2)で前述したのと同様に、基本的に株主等のステークホルダーと会社との対話によって解決が図られることとなる。そうした観点からも、本コード（原案）を通じて実効的なコーポレートガバナンスの実現を図るにあたっては、株主との対話が極めて重要な役割を果たすことが期待される。このような株主との対話が適切に行われる上で「エクスプレイン」の内容が重要な役割を果たすと考えられることに照らせば、上場会社が「ひな型」的な表現により表層的な説明に終始することは適当ではないというべきである（序文12項）。上場会社においては、仮に各原則を実施しない場合には、しっかりとした「エクスプレイン」の中味について、時に株主との対話等も重ねつつ、真摯に検討していくことが求められている。

さらには、株主等のステークホルダーの側においても、本コード（原案）の序文12項において「本コード（原案）の各原則の文言・記載を表面的に捉え、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」と述べられていることを踏まえ、前述のような会社による対応を招くことのないよう、各原則がコンプライされているか否かという結果ばかりを短絡的に偏重しないことが強く求められる。

4 株主との対話の重要性

プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの枠組みの下で実効的なコーポレートガバナンスの実現を図るにあたっては、Ⅲ.2及びⅢ.3で前述したように、株主との対話が極めて重要な役割を果たすことが期待される。また、「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」と考えられる。このような認識の下、「本コード（原案）は、（中略）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」旨が明確に述べられている（序文8項）。

さらに、このような対話の重要性を踏まえ、本コード（原案）は、平成26年2月に策定された「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」（以下、「スチュワードシップ・コード」という）に基づく株主（機関投資家）と会社との間の建設的な「目的を持った対話」により、本コード（原案）に基づくコーポレートガバナンスの改善に向けた会社の取組みに更なる充実が図られることを期待しており、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』」であるとの考え方を示している（序文8項）。

IV 本コード（原案）の構成

前述のように、「『日本再興戦略』改訂2014」において、コードの策定にあたりOECD原則を踏まえるものとされたことを受けて、本コード（原案）の構成及び内容は、同原則の趣旨を踏まえたものとなっている。同原則は、広く各国におけるコーポレートガバナンスの取組みの基礎・指針としての役割を果たすものであり、その主な内容として、①株主の権利、②株主の平等な取扱い、③株主以外のステークホルダーの役割、④開示と透明性、⑤取締役会の責任、といった項目についての原則的な考え方を示している。

本コード（原案）では、OECD原則に掲げられたこの5つの項目が盛り込まれ（なお、本コード（原案）では、このうち①と②が「株主の権利・平等性の確保」として一つの章にまとめられている^⑤）、さらに、これら5つの項目に付加する形で、「株主との対話」について独立の章が設けられている。これは、Ⅲ.4において前述のように、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資するよう、株主との対話に向けた会社の取組みの促進を期待するものであり、OECD原則には独立の章と

しては明記されていない本コード（原案）独自の取組みといえる⁴。

また、本コード（原案）は、各章の冒頭に計 5 つの基本原則を置き、その下に 30 の原則及び 38 の補充原則をそれぞれ配置する、という三層構造を採用している。これらの諸原則について網羅的に解説を加えることは、紙幅の関係から困難であるため、その内容については基本的に本コード（原案）そのものに譲ることとし、以下の V において、本誌の読者にとって関心が高いと思われる、本コード（原案）における開示関係の規律について解説するに留めることとしたい。

V 本コード（原案）における開示関係の規律

1 適切な情報開示と透明性の確保

本コード（原案）は、基本原則 3 において、適切な情報開示と透明性の確保について以下のように定めている。

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。

この基本原則の「考え方」は、まず第 1 文で、上場会社において法令に基づく開示が適時適切に行われることは「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（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」とする。その上で、第 2 文で「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」とする。これらの記述は、基本的に、基本原則 3 の第 1 文の趣旨・精神を明らかにすることを意図するものといえる。

次に、同「考え方」の第 3 文は、「我が国の上場会社による情報開示は、（中略）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」とした上で、「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」とする。これらの記述は、基本的に、基本原則 3 の第 2 文の趣旨・精神を明らかにすることを意図するものといえる。

本コード（原案）は、基本原則 3 が置かれている第 3 章にとどまらず、各章の中で、計 11 の原則において特定の事項の開示を求めている。また、コンプライ・オア・エクスプレインの手法に基づき、各原則について「エクスプレイン」をする場合にはその開示を求めている。更に、これらのほか、開示方法の充実を図る観点から、英文開示の推進や招集通知の早期発送等を求めており、また、開示情報の信頼性の確保を図る観点から、原則 3-2 等で外部会計監査の実効性確保等に向けた規律等を示している。以下では、これらの内容について、V. 2 から V. 4 においてそれぞれ後述する。

2 開示内容の充実

(1) 本コード（原案）の各原則に基づく「開示」

本コード（原案）は、11 の原則において特定の事項を開示すべきとするとともに、どのような形でこれらの開示を行うべきかについて、東京証券取引所において整理がなされることを求めている（序文 15 項）。

これを受けて、東京証券取引所では、平成 26 年 12 月 19 日及び平成 27 年 2 月 6 日に上場制度整備懇談会を開催し、議論を行った上で、「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備について」をとりまとめ、同年 2 月 24 日にこれを公表した。この上場制度整備案は、同年 2 月 24 日から 3 月 26 日までの期間、東京証券取引所のパブリック・コメント手続に付され、寄せられた意見の内容を踏まえて、同年 5 月 13 日に上場規則の改正内容が確定・公表された（以下、「東証改正上場規則」という）。また、これにあわせて、コーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載要領（2015 年 6 月改訂版）（以下、「CG 報告書記載要領改訂版」という）が公表された。

この CG 報告書記載要領改訂版では、「コーポレートガバナンスに関する報告書」（以下、「CG 報告書」という）に「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」という欄を新設し、11 の原則（別表 1 参照）に基づく開示を行う場合には、その内容を同欄に記載することとされている。この記載に際しては、該当する内容を別にウェブサイト等で開示している場合には、その内容を参照すべき旨と閲覧方法（ウェブサイトの URL 等）を CG 報告書の同欄へ記載することでもよいとされている（同記載要領 2 頁参照）。

<別表 1>

原則 1-4	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、 <u>政策保有に関する方針</u> 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、 <u>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</u> を策定・開示すべきである。
--------	---

原則 1-7	上場会社は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、 <u>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。</u>
原則 3-1	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（原案）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) <u>会社の目指すところ（経営理念等）や経営戦略、経営計画^⑤</u> (ii) <u>本コード（原案）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</u> (iii) <u>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</u> (iv) <u>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</u> (v) <u>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</u>
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、 <u>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。</u>
原則 4-8	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、 <u>そのための取組み方針を開示すべきである。</u>
原則 4-9	取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、 <u>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。</u> 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。
補充原則 4-11①	取締役会は、 <u>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。</u>
補充原則 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、 <u>その兼任状況を毎年開示すべきである。</u>
補充原則 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、 <u>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。</u>
補充原則 4-14②	上場会社は、 <u>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。</u>
原則 5-1	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、 <u>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^⑥を検討・承認し、開示すべきである。</u>

(2) 本コード（原案）の各原則を実施しない理由の開示（エクスプレイン）

本コード（原案）は、会社が本コード（原案）の各原則の実施に代えて「エクスプレイン」を行う場合に、どのような形でこれらの開示を行うべきかについて、東京証券取引所において整理がなされることを求めている（序文15項）。これを受けて、CG報告書記載要領改訂版は、CG報告書の中に「コードの各原則を実施しない理由」という欄を設け、その欄へかかる理由の記載を求めている（同1頁）。この欄では、実施しないものがある場合には当該原則を実施しない理由を、また、全てを実施している場合にはその旨を記載することとされている（同1頁）。

なお、CG報告書記載要領改訂版では、「エクスプレイン」の内容に変更が生じた場合には、随時ではなく、変更が生じた後最初に到来する定時株主総会の日以後に一括してCG報告書の内容を更新すれば足りるとされている（同2頁）。ただし、上場会社が自らの置かれた状況等に照らして必要と判断すれば、定時株主総会の日を待たずに、変更が生じる都度、可能な範囲で速やかにCG報告書の記載を更新することも考えられるであろう^⑦。

3 開示方法の充実

(1) 英語での情報の開示・提供

本コード（原案）は、補充原則3-1②において、「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」としている。これは、海外の機関投資家にとって、開示内容を即時に把握する観点からは英語での情報提供が極めて重要であることに鑑みて、英語での情報提供を促すものである。

この英語での情報提供の対象については、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、上場会社各社が自ら「合理的な範囲」を画定することとされている。ただし、補充原則1-2④において「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、(中略)招集通知の英訳を進めるべきである」とされている⁸。また、中長期保有の株主を重視するという観点から、英語での情報提供の範囲を画定してゆく場合には、例えば、中長期保有の海外投資家が重視する情報として、CG報告書のうち、本コード(原案)の各原則に基づく開示の内容や「コンプライ・オア・エクスプレイン」に基づく開示の内容を、優先して英訳の対象に含める等の対応が考えられよう。

(2) 招集通知の早期発送・発送前開示等

本コード(原案)は、補充原則1-2②の前段において、「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」としている。会社法は、公開会社について、株主総会の招集通知を株主総会の開催日の2週間前までに株主へ発送するよう義務づけているところ(会社法299条1項)、特に機関投資家がいわゆる信託口を通じて株式を保有するようなケースでは、2週間前ギリギリの発送では株主総会の議案の検討に十分な検討時間を確保することは困難な場合も多いと考えられる。「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」(基本原則1・第1文)との観点からも、招集通知に記載する情報の正確性が担保されるよう、十分な監査時間を確保しつつ、可能なかぎり招集通知の早期発送に努めることが期待される。

また、補充原則1-2②の後段は、「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」としている。国内外の機関投資家のうちには、信託銀行や常任代理人等を経由して招集通知を受領する者が相当数含まれているところ、これらの機関投資家にとっては、招集通知のいわゆる発送前開示は、議決権行使に際してより十分な検討時間を確保する上で大きな意義を有すると考えられ、上場会社各社において積極的な取組みが期待される。

このほか、補充原則1-2①は、「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」とする。この「情報」の内容については、上場会社各社の判断に委ねられている。この点に関連して、本有識者会議の議論では、有価証券報告書の株主総会前における開示を進めるべきとの指摘もあった(本有識者会議第3回・森メンバー発言他)⁹。

4 開示情報の信頼性の確保

(1) 外部会計監査の実効性確保

本コード(原案)は、原則3-2において、「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」とする。

その上で、補充原則3-2①において、監査役会は少なくとも以下の(i)及び(ii)の対応を行うべきとする。

(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

また、補充原則3-2②では、監査役会及び取締役会は少なくとも以下の(i)から(iv)までの対応をすべきとする。

(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

なお、序文14項に記載のあるとおり、上記のうち監査役会が行うべき対応については、監査等委員会設置会社においては監査等委員会が、また指名委員会等設置会社においては監査委員会が、それぞれこれを担うべきであると考えられる。

(2) その他の原則

上記のほか、本コード(原案)は、取締役会が開示情報の信頼性の確保に関して重要な責務を負っていること(基本原則3「考え方」第1文参照)を踏まえ、原則4-3において「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」としている。

また、監査役及び監査役会は、会計監査等をはじめとするいわば「守りの機能」としての役割・責務を負っているところ(原則4-4第2文)、この役割・責務が十分に果たされるようにとの観点から、原則4-11において、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」とされている。

上場会社においては、これらの原則とV.4(1)で前述した諸原則で示された規律を踏まえ、開示情報の信頼性確保が十分に図られるような取組みを進めてゆくことが強く期待される。

VI 本コード(原案)の適用範囲

本コード(原案)の適用対象は、「我が国取引所に上場する会社」である。ただし、マザーズ、JASDAQ等に上場する会社や外国会社に対する適用方法については、一定の考慮が必要となる可能性があり得るため、本コード(原案)では、東京証券取引所においてこの点の整理がなされることを求めている(序文13項)。

これを受けて、東証改正上場規則においては、市場第一部・第二部・マザーズ・JASDAQの上場会社全社に、コンプライ・オア・エクスプレインのエクスペインについて、CG報告書で説明することを求めるものの、マザーズ・JASDAQの上場会

社についてはこの説明義務を緩和し、エクスプレインの対象をコードの基本原則に限定することとされている（改正後の有価証券上場規程436条の3）。また、外国会社については、本国において別途ガバナンスの規制を受けていると考えられること等から、コードの適用対象からは除くこととされている。

今後は、東京証券取引所以外の各取引所においても、本コード（原案）の適用に関する検討がなされることが見込まれる。

VII 本コード（原案）の適用時期

本コード（原案）の適用時期については、「『日本再興戦略』改訂2014」において「来年の株主総会のシーズンに間に合うよう」策定すると明記されたことを踏まえ、平成27年6月1日からの適用開始が想定されている（序文15項）。

なお、CG報告書記載要領改訂版では、コードで求められている開示項目とエクスプレインについて、適用初年度にかぎり特例措置を設けることとされている。具体的には、適用初年度においては、平成27年6月1日以降最初に開催される定時株主総会の日後、準備ができ次第速やかに（遅くとも定時株主総会の日から6ヶ月後までに）、コードの各原則に基づく開示事項（対象となる原則をコンプライする場合）と、コードの各原則についてエクスプレインをする場合はその内容をCG報告書に記載し、これを公表することとされている（CG報告書記載要領改訂版2頁）。

また、本有識者会議においては、適用開始時期までに本コード（原案）の各原則を実施（コンプライ）することに拘泥するあまり、うわべだけの対応に終始するなどといった事態を招く可能性がある、との懸念も表明された。このため、本コード（原案）では、「上場会社が、まずは（中略）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」旨が述べられている（序文15項）。このような対応を行う可能性が排除されるべきでないことは、本来、適用開始時期の問題と関わりなく、前述したコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨から当然に導かれるところではあるが、本有識者会議において前記のような懸念が多く表明されたことも踏まえ、敢えて確認的にこうした記載がなされたものである。

VIII 本コード（原案）の将来の見直し

本コード（原案）の将来の見直しについては、各会社の対応状況や関連法令の改正等を総合的に勘案した上で柔軟に実施されることが望ましいとの観点から、その時期や方法等について敢えて特段の言及はなされていないが、「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」旨が明記されている（序文16項）。

IX 終わりに

本コード（原案）は、プリンシプルベース・アプローチやコンプライ・オア・エクスプレインなど、わが国では未だなじみの薄い枠組みを採用しており、その適用に当たっては、本コード（原案）の趣旨・精神について幅広い関係者からの理解をいただくことが肝要である。これらの理解の浸透を通じて、わが国におけるコーポレートガバナンスの実効性の確保・向上へ向けた取組みが進められてゆくに当たり、本稿がその一助となれば幸いである。

① See Marco Becht, *Comply or Just Explain?*, in *Comply or Explain 20th anniversary of the UK Corporate Governance Code 11* (The Financial Reporting Council 2012) .

② 第1回本有識者会議資料3、9頁参照。

③ 現在OECDでは、OECD原則の改訂に向けた検討が進められており、平成26年11月14日にそのための市中協議案が公表された。当該市中協議案では、本コード（原案）と同様、①株主の権利と②株主の平等な取扱いが「株主の権利と平等な取扱い」として一つの章にまとめられているほか、機関投資家等の市場仲介者に関する独立の章が設けられるなどといった新たな取組みが講じられている。

④ 英国のコーポレートガバナンス・コードにも株主との対話に関するチャプターが存在する。

⑤ なお、原則5-2は、原則3-1(i)で開示が求められている経営戦略・経営計画について、上場会社は「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」としている。

⑥ 補充原則5-1②は、原則5-1の「方針」には同補充原則(i)から(v)に定める事項を含めるべきであるとしている。その内容をかいつまんで述べると、(i)経営陣又は取締役のうちで株主との対話全般を統括する者を指定し、(ii)対話を補助する社内の各部門が有機的に連携するための方策を立案し、(iii)投資家説明会やIR活動など、個別面談以外の対話の手段の充実を図り、(iv)対話を通じて把握した株主の意見・懸念を経営及びその監督に適切かつ効果的にフィードバックするための方策を立案するとともに、(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を立案することとなる。

⑦ この点に関連して、本コード（原案）の原則3-1(ii)は、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を上場会社が主体的に情報発信することを求めており、また、補充原則1-2①は「株主総

「週刊経営財務 3212号 2015年05月18日号」掲載

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」としている。

⑧ なお、補充原則1-2④は、招集通知の英訳を「すべきである」でなく「進めるべきである」としており、ただちに招集通知の英訳の実現には至らなかったとしても、このことにより一律に同補充原則を「コンプライ」していないことになるものではない。

⑨ なお、平成21年12月11日の開示府令の改正により、同年12月31日以降に終了する事業年度に係る有価証券報告書から、定時株主総会の開催前における有価証券報告書の提出が可能となっている（企業内容等の開示に関する内閣府令17条1号ロ、19条2項9号の3）。