

日本取引所金融商品取引法 研究

第 6 号

2015 年 11 月 27 日 開催

金融資本市場をめぐる今後の課題

金融庁総務企画局市場課長 齋藤 馨

1

2015 年 12 月 25 日 開催

米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例

神戸大学大学院法学研究科准教授 飯田 秀総

43

2016 年 1 月 22 日 開催

コーポレートガバナンス・コード<理論編>

京都大学大学院法学研究科教授 北村 雅史

85

2016 年 2 月 26 日 開催

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)

東京証券取引所上場部課長 渡邊 浩司

143

2016 年 3 月 25 日 開催

日本版スチュワードシップ・コード —英国コードとの比較を中心として—

東京大学大学院法学政治学研究科教授 神作 裕之

191

2016 年 10 月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー(五十音順)

2016年4月1日現在

氏名	所属
飯田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田 眞 得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖 史	同志社大学法学部教授
片木 晴 彦	広島大学大学院法務研究科教授
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	同志社大学法学部教授
岸田 雅 雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村 雅 史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
久保 大 作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
小 出 篤	学習院大学法学部教授
近藤 光 男	関西学院大学法学部教授
志谷 匡 史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎 博 史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩 司	同志社大学法学部教授
前田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀 征	立教大学法学部教授
松尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森 田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友 信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一 人	神戸大学大学院法学研究科教授

特別会員

氏名	所属
河本 一 郎	神戸大学名誉教授・弁護士
龍 田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融資本市場をめぐる今後の課題

2015年11月27日(金) 15:00~17:03

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
森本	滋	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

【報 告】

金融資本市場をめぐる今後の課題

金融庁総務企画局市場課長
齋 藤 馨

目 次

- | | |
|-----------------------|--------------------|
| I. 株式上場市場の整備 | 備 |
| II. 新規企業等へのリスクマネー供給 | V. 決済機能の強化とリスクの削減 |
| III. 債券市場の整備 | VI. 市場構造をめぐる動きへの対応 |
| IV. デリバティブ市場・インデックスの整 | 討論 |

○山下 それでは、定刻ですので、金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、金融庁総務企画局市場課長の齋藤様をお迎えして、「金融資本市場をめぐる今後の課題」についてご講演いただくことになっております。

それでは、早速ですが、よろしく申し上げます。

○齋藤 金融庁の市場課長をしております齋藤と申します。よろしくお願いいたします。

このような形式で会議をするのは初めてで勝手かわからないのですが、普段どおりやらせていただこうと思いますので、よろしくお願いいたします。

金融庁の金融商品取引法（以下「金商法」という）を所管している市場課長でありながら、金商法で普段お世話になっている先生方に今までご相談や教を請いにお伺いしたことがあまりなくて、初めましてというご挨拶をさせていただいております。初めに余談のような話で恐縮ですが、なぜそのようなことになっているのかという理由としては、3つぐらいあると思っています。

一つは、来年の通常国会に金商法の改正法を出すことが今予定されていないという状況があります。ですので、先生方に金融審議会などのいろい

ろなメンバーになっていただいたり、あるいは講師として来て発言していただいたりといったことを現在していないということが一つあるかと思えます。証券取引法が改正されて金商法になったのは、平成18年の通常国会に出した法律によつてですけれども、翌年はさすがに金商法ができたばかりなので改正していませんが、実はその後は8年連続で法改正を実施しまして、今回は8年ぶりぐらいに改正が予定されていない状況になっています。

それからもう一つの理由は、私は、金融庁あるいはその前身である金融監督庁、あるいは大蔵省の銀行局といったところで10年ぐらい働いているのですが、金商法を所管する課に来たのは初めてでありまして、課長として初めて金商法を担当するようなことになっています。それが先生方と今まであまり接触がなかったことの一つの理由かと思えます。

もう一つは、私は経済学部出身でありまして、今回ちょっと調べてみたところ、金融庁ができて市場課長というものができて以来、法学部以外の人が課長を務めたのは初代の厚木さんという方以来になっていまして、そういうこともあって、金商法あるいは法律を専門にされている先生方とあ

まり接触がなかったのかなと思っております。そういうこともありまして、あまり法律的な話ではない話を中心になってしまうかもしれませんが、そこはご容赦をいただければと思います。

先ほどもちょっと申し上げたとおり、来年は金商法の改正が予定されていないわけですが、金商法が制定されて以降、その時々金融経済情勢に対応するために毎年改正を重ねてきて、これまでの累次の法改正の結果、法制的に見れば、現時点で大幅な見直しが求められている状況には必ずしもないことが背景にあります。したがって、もちろん必要な法制面の課題といったものが出てくれば、あるいは自分で考えて必要と思えば今後もそれをやっていくわけですが、これまで整備してきた制度を適切・効果的に運用するであるとか、あるいは証券市場周りの関係者の方々が法改正とは別に進めておられる努力に関して当局として必要なアドバイスをしたり、支援をしたり、後押しをしたりといったようなことをするのが、足元の課題になっているということがございます。

ですので、本日お話しする内容も、そういう法改正あるいは金融庁が中心となってやっているものでは必ずしもないものも入っておりますが、金融資本市場をめぐる諸課題として我々が今取り組んでいる課題、あるいは将来課題となると思われるものについて、これからご説明させていただこうと思っております。

前置きが長くなって申しわけございません。

I. 株式上場市場の整備

資料の3ページです。これは今年の初めぐらいに一度、当方で金融資本市場の機能強化に向けた課題といったものをマトリックスで分類してみたものです。横は、株式、債券、デリバティブ、それ以外の資産運用といった分類、縦は、上場というか取引所での取引、それから店頭というか、相対や取引所以外の取引、それから取引とは必ずしも分類できない、その基盤となっているインフラといったようなことを「その他」として分類しています。これらの全てについてご説明するわけで

はなく、この中で足元取り組んでいることについて問題意識を織りませつつ、かいつまんで説明させていただければと思います。

まずは株式、その中でも特に上場株式の新規上場の課題といったことについてです。4ページはIPOの数の推移のグラフですが、平成11年以降、それぞれの取引所が新興市場、マザーズ等を設立してベンチャー企業の上場を促進した結果、平成18年ごろまでにはIPOの数が年間188社になったわけですが、その後、リーマン・ショックなどもあって激減して、平成21年には19社まで落ち込み、最近では80社ぐらいまで増加してきている状況にあります。

これが世界的に見ればどうかということですが、5ページは、世界の各証券取引所に上場している会社とIPOの数についてです。これをごらんいただきますと、日本取引所グループ（以下「JPX」という）で上場企業が3,500社弱。新規のIPOが80社といった内容は、必ずしも諸外国に比べて遜色ない水準と言えようかと思います。

ただ、IPOは増加傾向にあります。6ページにありますとおり、新規に公開した会社の経営者が不適切な取引を行ったとか、あるいは上場直後に業績予想を大幅に下方修正して株価が大幅に下落するといった、株主や投資家の信頼を損ないかねないIPOが昨年は散見されました。

このようなことから、IPOの数だけではなく、質の向上といったことも重要になるため、まさしくJPXにおいて、ここにありますように、今年の3月に「最近の新規公開を巡る問題と対応について」として、新規公開の品質を向上して株主・投資者の信頼を確保し、証券市場の健全な発揮を促していくためにさまざまな取組みを行うということが公表されました。あわせて、引受証券会社あるいは監査法人に対して協力を要請して、IPOの品質確保に向けた関係者の取組みが現在進んでいるところです。当庁としても、株式市場における信頼性の確保は重要ですので、中心になっているのはJPXであり、あるいは証券会社、あるいは監査法人であります。我々も当局として必要な支

援をしてみたいということ、今取り組んでいるところでございます。

II. 新規企業等へのリスクマネー供給

先ほどのマトリックスで申し上げれば、店頭というか相対の株式、あるいはエクイティ性資金の課題といったことがございます。

今後の日本において大事なことは経済成長であり、経済成長の担い手の一つがベンチャー企業等の企業であって、そこに成長マネーを適切に供給していく必要があるというのが背景にあるわけですが、その成長資金を真に必要とする主体に対して、リスクマネーの供給がまだ十分に行われていないのではないかとといった指摘があるところです。企業の潜在的な成長力を引き出していくためには、8ページの図にありますように、企業のライフステージに応じて、エクイティを含めたさまざまな資金調達手段にアクセスできる環境を整備することが重要であると考えています。

例えば、創業・起業の段階、そこから新興して成長し、成熟した上で成長が鈍化する、そのそれぞれの段階で必要とされるリスクマネーの中身や量も変わってくるわけで、それぞれに応じてさまざまな資金調達手段といったものが、制度としてあるいは実態として整備されて、かつそれにきちんとアクセスできる環境を整備することが重要だと考えています。この中で、例えばクラウドファンディングであるとか、株主コミュニティ制度であるとか、これまで整備してきた手段も活用して資金供給の充実を図りたいと考えているところでございます。

一つは、9ページにあるとおり、昨年の改正で今年の5月に施行された投資型クラウドファンディングの制度整備でございます。こちらは、ベンチャー企業としては資金が必要だ、投資者としてはベンチャー企業に資金を供給したいといったときに、通常の今まであるツールを使って行うというものもありますが、インターネットを通じた投資の勧誘でベンチャー企業に投資をする道も開くということが重要ではないか、という問題意識に基

づくものです。

これまでの制度のように、株式の勧誘に関して兼業規制があったり、あるいは最低資本金 5,000 万円以上の金融商品取引業者としての登録が必要であったりするのは、非常に高いハードルであるということで、少額なもののみ扱う業者には兼業規制を課さない、あるいは登録に必要な最低資本金基準を引き下げる、あるいは非上場株式の勧誘をクラウドファンディングに限って解禁するといった参入要件の緩和や、投資者保護のためのルールとして、詐欺的な行為に悪用されないことがないようにインターネットを通じた適切な情報提供の義務付けが整備されているところでございます。

このような投資型クラウドファンディングに関しては、創業・起業段階での活用が期待できると思っていますし、また、地方創生を支える事業への活用を期待できるのではないかと考えておりますので、その活用・普及といったことを図っていくとしています。

10 ページの株主コミュニティ制度に関しては、非上場株式の取引を円滑に行うための制度改正です。一番左側にありますように、一般原則としては、非上場株式の取引については、証券会社が投資勧誘を行うことは原則として禁止されています。裏腹でありますけれども、インサイダー取引規制の適用対象外になっています。

既存の制度としてグリーンシートという制度があることはご案内のとおりかと思えます。これは非上場株式の取引を円滑に行うための制度として存在していたものですが、他方で、インサイダー取引規制の適用対象にするということと同時に、開示義務の適用対象となっていたこともあって、非上場企業にとって大きな負担になっていました。その結果として、使い勝手が悪くてあまり使われていなかったというところでございます。これを少しでも制度改善するというので、株主コミュニティ制度を設けまして、それまでであれば、投資家の範囲に限らず投資勧誘が可能であったところを、株主コミュニティ内の投資家に限って投資勧誘を可能にし、一応範囲を狭めた上で、インサ

イダー取引規制の対象外として開示義務を軽減することにより、非上場企業の負担を軽減するという内容になってございます。

先ほどのライフステージに則して申し上げれば、成長してきて、いよいよ株式を公開するのか、しないのかというところになってきた段階の企業において、地域に根差した企業が必ずしも一般に株式を公開して不特定多数の人が株主になるというわけではなく、あくまでも地元の人がその企業を応援する、あるいは株式を長期保有する形で応援するといったような形での活用が期待できるのではないかと考えております。このような制度も整備したところですので、その活用・普及を図っていきたいと考えているところです。

ライフステージで申し上げます、先ほどのクラウドファンディングは創業・起業の段階で、株主コミュニティは成長がある程度進んだ段階だとすると、その間の企業が創業してから売上げが軌道に乗るまでの資金供給が重要だということは、皆様ご承知のとおりかと思っております。11 ページの図にありますように、まさしく創業・企業してから事業化をするまでの段階は、最も経費がかかる一方でなかなか資金調達が難しい、「死の谷」問題とされています。ここに関してどのようにリスクマネーの供給を図っていくかといったことが、一つ問題になるのかなと考えております。

ここで、ちょっと資料からは離れてしまいますが、最近私が個人的にというか、組織としての方針が固まっているわけではなくて、やや個人的な関心事項として考えていることを少しお話ししたいと思います。

これまでも金商法、あるいは直接金融の世界において、「貯蓄から投資へ」といったスローガンのもとで各種の施策に取り組んできたことは皆様もご承知のとおりかと思っております。しかし、家計の金融資産の状況をごらんになればおわかりになりますとおり、1,700兆円を超える金融資産のうちの半分以上が現預金で持たれているという状況は、昔から劇的に変わっているわけではありません。つまり、リスクマネーの供給の拡大というのは古

くて新しい課題なのではないかと思っています。

その中で、何が課題というか、今後取り組んでいくべきなのかというのは、個人的には3つほどあるのかなと思います。一つは家計の資産選択への働きかけ、もう一つは非上場や私募といった世界への働きかけ、最後は、きめ細やかな対応といったものでございます。

1つ目の家計の資産選択への働きかけについて、これまでは、「貯蓄から投資へ」と言う場合に、基本的に家計が自分の貯蓄をどの資産に振り向けるのかというのは自由で、そこに関して行政のほうでこうしろとかああしろとは当然言えるわけではないので、言うてはいない。ただ、株に投資しよう、エクイティ性資産に投資しようと思ったときに、そこに投資するのに障害になるようなこと、あるいはためらってしまうような状況というのをどうやって排除していくのか、なくしていくのかという視点でいろいろな施策を講じてきたというふうに考えています。

それはあらかたやり尽くしてきている。税制の問題は若干あると思えますけれども、制度的なものは相当やり尽くしてきた感がある。しかし、国民性の問題なのか、それだけではリスクマネーの供給はなかなか増えないということがだんだんわかってきた。そこで、何をやるのかということの中の一つに、要するにさまざまな資産に分散して投資したほうがリスクも分散してトータルのリターンは上昇しますよとか、あるいはさまざまなライフステージに応じて資産を持って形成していくことが適切ですよといったような、それまでとは違う、例えばNISAにどういう商品を組み込んだらいいでしょうといった、家計の資産選択に当局がある程度働きかけるような施策にも取り組まなければいけないし、徐々に取り組んできているというのが現状なのかなと考えております。

どこまでやるのかというところは、いろいろ議論のあるところですし、庁内でも必ずしも意見が統一しているわけではありませんが、そういうことが今後の具体的課題の一つなのかなと考えております。

もう一つは、非上場や私募の世界への働きかけという話ですが、金商法の主たるターゲットは上場か非上場かと言われれば上場企業だと思いますし、公募か私募かと言われれば、公募なのだろうというふうに私は直感的に思っています。それはやはり金商法の主目的である投資者保護と円滑な金融の確保を両立させようと思えば、相対でやっている世界は基本的に自己責任で、不特定多数の投資家を募る場合には一定の投資家保護を図らないといけないですよというのが基本的な枠組みとなるのだろうと私は思っています。

私が今いる総務企画局市場課の主たる業務は、やはり金商法に基づいて何かの政策を講じるということだとすると、どうしても法律を改正するといったときに、全部とは言いませんけれども、その多くはやはり上場や公募の世界といったものがターゲットになってきたのかなと、そういう傾向にあったことは否めないのではないかと考えています。

ただ、先ほど申し上げたとおり、ベンチャー企業でしかも事業化の段階にある企業にどのように成長マネーを供給していくのかといったことは、明らかに非上場かつ私募の世界になっていくのだと思っています。これまでは多分、この世界は金融庁というよりは経済産業省のベンチャー育成みたいところが主として担当してきたところですし、多分今後もそこは変わらないと思います。ただ、金融を所管している我々として、ここにも何かやるべきこと、あるいはそれが経済の成長につながることはないかと思っています。ですので、制度改正というわけではありませんが、いろいろな行政上の手法を使って、ここに働きかけていくことも重要なのではないかと考えております。

最後に、きめ細やかな対応についてです。12ページは、ベンチャーキャピタル等によるベンチャー企業への投資の推移ですが、棒グラフが投資額、折れ線グラフが投資先社数をあらわしています。直近の2014年度では、リーマン・ショック前と比較して、投資先社数では3分の1、投資額では2

分の1程度となっています。これは米国と比べてまだまだ低い水準だという見方もありますし、他方で、足元の水準としては十分であって、課題はお金の問題というよりも人材面のサポートといったお金以外の面にあるといった見方もあります。ただ、マクロ的な量が十分であるということ、ある程度確保されているということと、本当に必要な企業にきちんとお金が届いているということは、必ずしもイコールではないと思っています。ベンチャーキャピタルとベンチャー企業をマッチングさせる、あるいはベンチャーキャピタルとその資金の出し手である機関投資家をマッチングさせるといった、それらの間のミスコミュニケーションがあれば、それを取り持って解決するというマイクロの対応のようなことも重要なのではないかと思います。

特に大都市圏であれば、ベンチャーキャピタルとベンチャー企業も距離的に近い存在なので、何かの機会に顔を合わせてといったこともあろうかと思いますが、地方ともなると、なかなかその存在もお互いに知らないといったことがあるのではないかと考えています。

そこで、13ページにありますように、地域の実情を踏まえつつ成長マネーの供給促進を図る観点から、ベンチャー企業の経営者、ベンチャーキャピタル、上場を果たした地元企業、地元の証券会社、取引所、地域の金融機関、行政当局など、地元の資本市場をめぐる関係者が一堂に会して、各地域の資本市場をめぐる現状や課題について幅広く意見交換を行うとともに、これまでの地域への成長マネーの供給に係るさまざまな取組事例について紹介し、その認識を共有するといったことが重要なのではないかという考え方から、地域の成長マネー供給促進フォーラムというものを、今年の6月に先行的に福岡と大阪において開催しております。

これは私の異動前に行われたものなので、直接参加はしておりませんが、やはり地元の方々からは、間接金融だけではなくて直接金融に関してもこのような取組みが行われるということに関して

は、非常に前向きな反応だったと聞いております。今後も他の地域においても順次開催することを考えていまして、12月には東北において開催する予定になっています。今後ともこのような取組みを進めていきたいと思っております。

以上が、私が個人的に思っていることとそれに関連する施策でございます。最後に、成長までの段階に関連して、15ページ以降にプロ向けファンド制度の見直しについて資料を何枚か付けさせていただきます。これにつきましては、去年の秋に金融審議会でご議論いただいて、今年の通常国会に法案を提出させていただいたものでございます。

詳しく説明はしませんが、簡単に申し上げますと、投資運用業は、ファンドに関しては原則登録制ですが、1名以上の機関投資家、いわゆるプロがいれば、49名以下の適格投資家以外の一般的な投資家によって構成されるプロ向けファンドといったものを届出で創設して、49名以下のアマチュアの投資家を勧誘できるという制度がございました。これがベンチャー企業に対する貴重な資金の供給源になっているという実態がございます。他方で、グラフにありますように、プロ向けファンドに関しては届出制であるということから、他の登録業者と異なって行為規制が緩くて行政処分の対象にはならないにもかかわらず、投資の素人にも販売が可能であることから、投資家に被害を与えるケースが急増するといった事態がございました。これに関して、ファンドへの信頼を確保して成長資金を円滑に供給していくためには、多少は制度を厳しくする必要があるだろう、また、そういう意味で投資者被害の適切な防止が必要だ、ただし、一方で成長資金をとめてはいけないといったことから、何でもがちがちにはしないで、本当に困る人だけを保護できるような制度にするといったことで改正を行ったところです。

一つには、悪い人ができるだけ入ってこないようにするという観点から、届出者の要件の強化、欠格事由の導入、届出書の内容の拡充・公表を行う。それから、そもそも悪い人がファンドをつく

らないようにして、できてしまったとしても、その人にいろいろな行為規制をかけて被害者ができるだけ出ないようにする、つまり行為規制の拡充ということで、適合性の原則を導入したり、あるいはリスク等の説明義務をファンドのほうに課したりするといったことをしております。

最後に、本当に問題が起きてしまったときにはきちんと処分できるようにする。その処分できるということが最終的に悪い人が入ってこないようにするというので、問題業者への行政対応として、業務改善・停止・廃止命令などの罰則の強化といったことをしております。

このほか、もともと一般投資家は誰でもファンドを購入できるという勧誘できる制度になっていたものを、出資者の範囲に関して、投資判断を有する一定の投資家とファンド業者に密接に関連する者に限定し、普通の人には勧誘できないことにしました。やはりある程度投資判断能力を有する人と、ファンド業者と密接な関係があるので、ある程度顔見知りとまでは言いませんけれども、よくファンドのことがわかっている人、理解できる人に限定することによって、成長資金の供給に対して悪い影響があったという状況を適正化して、引き続き成長資金を円滑に供給していくための制度改正を行ったところでございます。

以下、制度改正の詳細について説明した資料がありますが、説明は割愛させていただきます。なお、今年の5月に成立しましたが、つい先週、それに関する政令・内閣府令の改正案をパブリックコメントに付したところで、今そのパブリックコメントを受け付けておまして、できるだけ早く施行したいと考えているところでございます。

Ⅲ. 債券市場の整備

皆様ご案内のとおり、日本の社債市場は未発達な状況でございます。ただ、その根本原因は何かと考えたときに、一番大きな原因は、やはり日本においては間接金融が強過ぎるということではないかと思っています。銀行があればだけ大きくて預金量も多く、貸出しもできるということになると、

企業にとってそれなりに手間とコストのかかる社債を発行するインセンティブがなかなか働かないといったことは、やや構造的な問題として仕方がないのかなというふうに思っています。

制度的に支障があると思われるところに関しての整備は、これまでも行ってまいりましたし、足元においても少しずつ行ってまいろうと思います。それについてこれからご説明しますが、それによって劇的に場面が転換するというわけではありませんけれども、引き続き努力をしていきたいと思っております。

その中の一つを 22 ページに挙げております。社債に関しては、基本的に店頭で取引されているわけですが、これまでどういう価格で売買されているのかがなかなかわからないということが流動性の低かった理由の一つであろうかと思えます。それに関する一つの改善策として、社債の取引価格情報を発表するといった取組みが日本証券業協会（以下「日証協」という）を中心としてつい最近始まったところです。

具体的には、銘柄格付が AA 相当以上の社債で、かつ取引数量が 1 億円以上の取引に関してどのような取引が行われたのかといったことにつき、毎営業日の午前 9 時に前日に報告を受けた取引情報が日証協のホームページで公表されることになっています。これは日本で初めての取組みでして、まずこれが円滑に実施されていくことが望まれるところですし、さらにこの社債の範囲が広がっていくように、我々としても関係者にいろいろと働きかけをしていきたいと思っております。

それから、海外企業や国内の新興企業の資金調達機会、あるいはプロ投資家の投資運用先の拡大を図る目的で、TOKYO PRO-BOND Market が設立されているところでございます。23 ページはその市場に上場されたものの一覧ですけれども、平成 27 年に入ってから活用が進みつつあります。これのさらなる活用といったものも、JPX と協力しながら進めていきたいと考えているところでございます。

以上が、債券市場に関する最近の課題でござい

ます。

IV. デリバティブ市場・インデックスの整備

デリバティブに関しては、取引所取引というよりも、店頭取引が中心になっているのはご案内のとおりかと思えます。ただ、そういう意味では、制度整備といったことではありませんが、取引所における制度整備も重要だと考えております。インデックスのほうは、あくまでも取引所が中心となる取引でございまして、こちらに関してもいろいろ取組みが進められているところでございます。

まず、デリバティブに関して申し上げますと、その中の一つの課題は総合取引所ということで、25 ページ以降にその資料がございまして、25 ページは世界の商品市場の出来高の推移ですけれども、2004 年から 2014 年にかけて、世界の商品市場の出来高は右上がりのグラフになっており、約 6 倍に増えています。一方で、日本の出来高は約 6 分の 1 になっているということで、特に商品デリバティブに関しては、世界の中でおよそ主要な地位を占めているとは言えない状況にございます。

26 ページは世界の主な取引所の現状ですが、世界の主な取引所グループにおいては、そのグループ内で証券・金融のデリバティブと商品のデリバティブの両方を取引できるところがほとんどです。他方で、JPX においては、今のところ証券・金融の先物しか取引できず、商品先物取引は今のところ対象になっておりません。

このような状況を考えたときに、やはり商品と証券・金融といったものを一体的に取り扱うことができる総合取引所の実現は重要であろうということで、もう随分前になりますけれども、金商法を改正して総合取引所に関する一元的な規制・監督ができる枠組みといったものをつくったところでございます。「日本再興戦略 2015」でも、この可及的速やかな実現といったことが求められているところでありまして、引き続きその実現に向けて努力していきたいと思っております。

28 ページですが、インデックスに関しては、そ

の活用が図られていけば、円滑な金融取引や、投資者利便の向上、投資・運用力の強化につながっていくものと考えています。その中で最近のインデックスの話としては、JPXと東京証券取引所(以下「東証」という)、日本経済新聞社が算出を開始したJPX日経インデックス400は、平成26年1月から算出が開始されております。その後、先物取引が平成26年11月から開始されておりますし、GPIFでもパッシブ運用に組み入れられると公表されたことを踏まえて、他の年金基金における活用に向けた取組みを積極的に推進するなど、JPX日経インデックス400の普及に関して、JPXを中心にさまざまな取組みが行われているところです。金融庁としても、その動きに対して引き続き支援をしていきたいと考えております。

今度は、普及・促進といった話とは別の話として、29ページにありますように、リーマン・ショックを契機として行われた国際金融規制改革の議論の一つとして、店頭デリバティブ取引に関して、あのような金融危機を起こさないようにどのような規制を構築していくべきかという議論が進められてきたところです。

これもご案内のことかと思いますが、店頭デリバティブ取引の中でも非常に典型的な、いろいろな人が取り扱っている非常に典型的な取引に関しては、清算集中義務を課して、できるだけ破綻が波及しないようにする、あるいは、取引情報の保存や報告義務、あるいは電子取引基盤の使用義務をかけていくといったようなことがこれまでの取組みとして行われていまして、残る課題としては、清算集中義務のかかっていない店頭デリバティブ取引に関して証拠金規制を入れるということがございます。これに関しては、各国の規制の導入に向けた準備の状況を踏まえながら、日本においても、先んじなくてもいいのですが、遅れずにきちんと同じような内容でついていけるように、適切に準備をしていきたいと考えているところです。

以上が、デリバティブとインデックスに関する足元の課題でございます。

V. 決済機能の強化とリスクの削減

証券取引の基盤として、安全かつ利便性の高い証券決済システムの存在は不可欠であると思っています。その意味で、決済機能の強化とリスクの削減は重要であると思いますので、その課題を幾つか簡単にご説明したいと思います。

31ページですが、まずは決済リスクを削減する観点などから決済期間を短縮化するT+1化やT+2化に関する話です。まずは、国債に関するT+1化ですけれども、これに関しては、日証協の「国債の決済期間短縮化に関する検討ワーキング・グループ」を中心に、決済期間をそれまでのT+2決済からT+1決済に移行するべく議論が行われていましたが、今年の7月に、平成30年度の上半期にT+1決済に移行するための準備を進めるということが決定されたところでございます。

諸外国においても、フランス、ドイツはまだT+2決済ですが、米国と英国に関してはT+1決済になっていまして、これにきちんとついていけるように、T+1決済に平成30年度から移行することに決まって、今、関係者などで準備が進められているところです。我々としても、これに関して今後とも関係者に着実な準備をお願いしつつ、必要な支援を行っていきたくと思っています。

一方、株式に関しても、決済期間の短縮化が課題になっているところでございます。

33ページには主要国における株式の決済期間を載せています。現在、米国やシンガポールなどもT+3決済ですが、英国、フランス、ドイツ、香港などはT+2決済になっています。ただ、米国においても平成29年の第3四半期にはT+2決済に移行する、シンガポールについても平成28年にはT+2決済に移行したい、オーストラリアについても平成28年3月にT+2決済に移行したいということで、日本が世界からやや遅れている状況になりつつあります。それで、今年の7月に検討体として日証協でワーキング・グループを設置し、T+2決済に移行するためにはどのような課題があるのかといったことについて検討が始まっているところです。

我々としては、こちらに関しても決済リスクを軽減するという観点から、非常に重要な取組みだと思っていますので、そのワーキング・グループにオブザーバー等で出席するなどして、T+2 決済に向けた関係者の取組みをできるだけ後押ししていきたいと思っていますところでございます。

あと、34 ページと 35 ページに、清算機関や振替機関の機能拡充の話を書いています。こちら市場インフラという意味では重要な話ですが、こちらの説明は割愛をさせていただきます。

VI. 市場構造をめぐる動きへの対応

こちらに関しても、個人的にこのようなことを最近考えていますといったことを少しご説明したいと思っております。

2010 年 5 月に、皆様もご承知かと思えますけれども、ニューヨークのダウ平均株価が 5 分間で 500 ドル以上急落して、その後 1 分半で 500 ドル以上暴騰するというフラッシュ・クラッシュが発生しました。その後も米国では、ナイトキャピタルの誤発注であるとか、あるいは去年の 10 月に米国債金利が短期間で急変動するフラッシュ・ラリーといったものが発生しております。このような短時間での市場の急変動や、市場を混乱させるような異常取引が発生しているところです。また、いわゆるフロントランニングに対する疑念など、アルゴリズム取引などの IT 技術の発展が市場の公正性、あるいは投資家の公平性といったものを害しているといった議論も起こっているところです。

今のところ、JPX の取組み等もあって、我が国の金融資本市場においてフラッシュ・クラッシュのような事態、あるいは取引の公正性を著しく害する事態は見受けられるわけではないというふうに思っています。ただ、37 ページの左下のグラフにありますように、東証のコロケーションエリアから発注されている注文の割合が全体の取引の 6 割を超えるような状況になっているということからすると、日本の株式市場におけるアルゴリズム取引の存在感は近年高まっていると考えています。

すなわち、IT 技術の急速な進展が我が国の市場構造に影響を与えているということは間違いないだろうと思っております。それが大きな構造変化をもたらしているのか、あるいはもたらしている可能性があるのかといったことについて、検証していく必要があるのではないかと考えているところでございます。

その構造変化の可能性の一つは、IT 技術の進展が取引参加者に及ぼす影響ではないかと思っております。例えば、HFT (High Frequency Trading) といったアルゴリズム取引が急速に進展していることが挙げられます。これらが市場の急変動の要因となっているのか、いないのか、あるいは不公正取引の原因になっているのか、いないのか、あるいはそういうものが注文割合として非常に大きな割合になっているといったことが普通の個人投資家との関係で公平性を害しているのか、いないのか、そのような観点から検証してみる必要があるのではないかと考えているところでございます。

もう一つの構造変化の可能性は、IT 技術の進展が取引の場である取引所や PTS、ダーク・プール等に及ぼす影響ではないかと思っております。取引参加者の投資行動が IT 技術の進展の影響を受けて変化している中で、その投資行動に適した取引の場が選択されて、それを受けて取引の場を提供する側も IT 技術の進展を取り込んだ新たなサービスを提供するといったことが、世界的に広く見れば行われているということです。もちろん、各国の制度的な枠組みの違いといったものも影響していますが、欧米では市場間の競争が激しくなっているとも、市場の分断が起きているとも言える状況になっているところです。

例えば、39 ページですが、米国では、NYSE 上場銘柄の売買代金シェアを見ますと、最もシェアの高い NYSE でも 3 割強にとどまっております。いわゆるダーク・プールなどの取引所以外の取引でもこれとほぼ同じ 3 割強に達している状況でございます。

40 ページは、ヨーロッパの状況ですが、こちら FTSE100 構成銘柄の売買代金シェアを見

ると、最もシェアの高い LSE でも 6 割程度、MTF——多角的取引施設と呼ばれる、日本で言えば PTS に若干類似した取引施設のシェアが 3 割強といった状況になっています。

日本については、41 ページですけれども、現状は、東証のシェアが約 9 割を占めていまして、PTS、地方取引所、その他の取引市場を見ても、欧米とは大きく様相を異にしているところです。この現状をどう捉えるべきなのかというのは、見方が分かれるところではなかろうかと思っています。流動性の分散から市場の分断が起きていないという意味で、日本のマーケットは問題が少ないという見方もできると思います。他方で、市場間の競争が不十分だとか、それが日本に対する投資を呼び込んでいるとか、いないといった観点から、これをどう評価するかといういろいろな見方ができるのではないかと思います。

私はこの現状が問題であると言っているわけではなく、欧米とは違う日本の状況、あるいは IT 技術が進展してきたことで何が今後起きそうなのか、日本でも起こる可能性があるのか、あるいはそういうことを起こさないようにしなければいけないのかどうかといったことも含めて、将来的には市場構造を大きく変える可能性を秘めているのではなかろうかと思っていますので、それに関して研究する価値はあるのかなというふうに思っているところでございます。

最後の部分に関しては、別に何か結論があるわけではありませんが、最近の IT 技術の進展を踏まえて、さまざまな変化が起きているといったことについては、我々としても勉強していかなければいけないのではないかと思いますので、個人的な感想として説明をさせていただいたところでございます。

以上、足元の課題と今後どのような課題がありそうなのか、あるいは個人的にどのようなことに関心があるのかといったことについて説明させていただきました。以上で私の説明を終わらせていただきます。ありがとうございました。

~~~~~

## 【討 論】

○山下 ありがとうございます。齋藤課長より、現在の金融資本市場をめぐるさまざまな課題、あるいはそれについての個人的な見解などを織り込んで多角的なお話をいただきました。

どの点からでも結構ですので、ご意見、ご質問等がありましたらお願いいたします。

## 【金商法の規制の方向性】

○岸田 ご報告ではおっしゃらなかったのですが、日本の市場は海外投資家が日本人よりも多いと聞いております。おっしゃったように、この 10 年間ほぼ毎年金商法を変えていますので、私はこれは過剰規制の面があるのではないかと思います。例えば上場会社の役員は全員日証協に登録しなければならないし、また弁護士や会計士あるいはそのほかのいわゆる金持ちの人々が、インサイダー規制が厳しいため証券取引に参加できないのですね。それは悪いことをしなければいいのですけれども、過剰規制のために、多くの一般投資家が、買いたい人も入らないのではないかという気がします。毎年法律が変わっていて、よほど専門家でないとなんか変えたかわからないのですが、それについてのご感想だけでもいただければと思います。

○齋藤 本日は資料から省いてしまったので、ご説明する材料がないのですが、最近金商法を変えてきている内容に関しては、必ずしも規制強化の方向ではないものもたくさん含まれていると思っています。例えばライツ・オフリングを認めるといったことに関して言えば、むしろ使い勝手をよくする方向での法改正も行われているところです。

一方で、例えば先ほど申し上げたようなプロ向けファンドに関して言うと、投資家被害のようなことが起きてしまえば、それにはやはり対応せざるを得ない。そこではやはり民主主義として、世の中の論調といったものが成長よりも規制のほうが重要だということになれば、我々としてはそう

ということで対応せざるを得ないといったところはございます。

ですので、過剰規制だから投資が伸びない、あるいは海外投資家が多いという印象は、我々としては持っておりません。ただ、このあたりがちょっと規制としては強過ぎるのではないかと、こういうところを直すべきではないかといった具体的な問題意識をいろいろと我々のほうに寄せていただければ、そこは前向きに検討させていただきたいと思っております。

○岸田 私がいいたかったのは、インサイダー取引の関係で、上場会社の役員は事実上買えないのです。弁護士も会計士も、大きな事務所だと、いろいろなところに関係をもっているのが事実上取引しないと聞きますので、大金持ち、中金持ちの本来買うべき人が入れないのはやはり規制が厳しいのではないかと、ということです。

○齋藤 なるほど、わかりました。「知る前契約」といったことで、つまりインサイダーというのは、何かインサイダー情報を知ってしまったがゆえに買えなくなってしまうようなことが起きてしまうので、買いたくても買えないといった話だと思いますけれども、あらかじめこういう場合にはこういうものを買うといった計画がきちんとつくられていて、それが一定の担保が得られたとすれば、インサイダー情報を得たとか得ないとかということと関係なしに、前々から決まっていた計画どおりに株式を買っても差し支えないというような制度改革をこの前にさせていただいたところでは。

○岸田 一般の普通の人はそんな細かい規制は知らないわけですね。そういうことをどうお考えかをお聞きしたかったわけです。私の感想だけです。ですのでこれ以上のお答えは結構です。

○齋藤 投資に対してしにくくしているようなことが今どのくらいあるのかというのはなかなか申し上げられませんが、また勉強して検討させていただこうと思っております。

#### 【投資型クラウドファンディングの利用状況】

○川口 先ほど、クラウドファンディングのお話をされてきました。この研究会でも、以前にこの問題の検討がなされたことがあります（2015年9月の研究会（洲崎教授報告））。その際に、この新しい制度は、本当に使われるのだろうかという意見が多かったと記憶しています。すなわち、購入型、寄附型が既にあるとあって、さらに投資型をつくるわけですね。投資型というのはやはり利殖を目的にして、例えば配当や値上がりを目指すのだと思います。けれども、配当というのは、50万円までしか買えませんので、たいしたものではないだろう。値上がりといいますが、将来IPOまで行けば期待できるのですが、なかなかそれは難しいのではないかと。そうすると、投資家が利殖の手段として、そういうものを買うだろうかという疑問が浮かびます。そこで、お尋ねしたいのは、投資型のクラウドファンディングの現状はどうなっているのでしょうか。本当にこういうものが使われているのか、使われているとすると、どういう人が株主になって買っているのか。このあたりを教えていただければと思います。

○齋藤 今回の法改正は、クラウドファンディングだけをやる、電子的にインターネットを通じた投資勧誘だけをやる業者といった人たちをもっと参入しやすくするということが主目的の制度改革になっていまして、電子募集だけではなくて、窓口であったりとか、実際にインターネットでない形での募集をしたりするというような、あるいはほかのものあわせてやるような通常の第二種金融商品取引業者としてやっていく人たちに関しては、別に今でも昔でもできる制度になっております。

ですので、今回の制度改革をして初めて出てくる、要するに電子的な募集だけを行う業者が新たに出てくるかどうかといったところになるわけですが、そこに関しては、今は経過期間中でもありまして、今後第一種、第二種の新しいクラウドファンディングを取り扱う金融商品取引業者が出てくるかどうかといったことは、今月あるいは来月ぐらいにその登録者数が出てくるのではないかと

思っています。

他方で、実際に立ち上げたファンドで資金を調達するといったことは、これまでも主としてミュージックセキュリティーズ社が行ってきているところがございます。具体的な数字は今、私の手元にはないのですが、一定程度のファンドが設立されて募集が行われている状況にあります。

今のところは、やはりこの使われ方としては、地方であったり、大都市圏であったりしますが、そういうところの企業が特定の事業を追加的に開始するといったことに関して、やや少額ではあるけれども、それに対して応援すると。例えばお酒をつくるとか何かをつくるということに関して、そういう新しいプロジェクトを立ち上げるので、クラウドファンディングという形を使って資金を募集して、最終的にそのお酒の売上げなどで投資資金を回収し、利益が出て、それが投資者に還元されるといったことが中心となる使われ方になっていると思っています。

ただ、それが今後創業・起業にどの程度使われていくのかといったことに関しては、そういうことをどうやっていろいろな人に知らしめていくのかということが重要になろうかと思いますが、それは今後の課題だというふうに思っています。

歯切れの悪い説明で申しわけありません。

○川口 ありがとうございます。ファンドが使われているというのは従来どおりで、承知しておりますが、新しい制度として、株式が使われているのかということが知りたかったのですが。

○齋藤 株式は、今のところは使われていないと思います。

#### 【「プロ向けファンド」の出資者の範囲】

○片木 実は、ミュージックセキュリティーズ社のホームページを何回か見させていただいて、どのようなことをやっているのか詳しく見せていただきました。おっしゃるとおり、ミュージックセキュリティーズ社ですから、もともとはYouTubeのようなところに音楽を流して、ミュージシャンの方が自分のCDをつくるのにクラウドファンデ

ィングを使ってお金を出してほしいということから始まったようです。それ以外は、実際に見たところ、千葉の醤油屋や、最近では東北の各市の漁産物の中小企業の方が出しているのが多いのですが、これで成り立つというのは、一つには、一般の方からモニタリングせずに直接お金を得るわけですから、一般の方がわかるといっても、曲を聞いてわかるか、食べてみてわかるか、いずれかぐらいしかわからないわけです。ベンチャーキャピタルで今問題になっているのは、将来成長性を高く評価できるようなところ、要するに各種のデバイスであったり、一種のソフトウェアであったり、これに投資できるというのは、やはりある程度モニタリングができて、専門的に理解できる人でないと難しいということだと思います。そういうものに一般投資家の方のお金を入れるとすれば、やはり専門的なファンドに、一定の限定は設けてですけれども、一般投資家の資金を入れることを可能にするののほうが合理的なように思われます。

それから、今回、いわゆるプライベートファンドに対する適格投資家以外の投資について、むしろ締め出す方向に進めていったといいたいまいしょうか、従来であればある程度限定させながらも、49人以下であればいいところを、かなり限定された人しか投資できないというやり方に進めていかれたようですけれども、今後一般投資家の方の起業的な投資について、きちんとクラウドファンディングで確立できるという見通しを持つてのことなのか、ということが非常に疑問に思ったのですが、いかがでしょうか。

○齋藤 非常に厳しいご意見で……。 (笑)

クラウドファンディングでそういうものの全ての受け皿ができるというふうに思っているわけではございません。クラウドファンディングというのは、手法が幾つかある中の一つであるというか、一つでしかないというか、そういうものだと思います。そういうニーズに対して応えられるということであって、全てのニーズに応えられる受け皿だと思っているわけではございません。

それから、プロ向けファンドに関してですけれ

ども、確かに一般投資家は今まで全て出資者になれたものを、その一部を除外することにしたわけですが、ご案内のことかと思えますけれども、本当の一般投資家といった者は外す一方で、特に19ページの右下にありますように、成長資金を供給する機能になっているベンチャーファンドに関しては、普通のお年寄りのような人はさすがに排除するとしても、新規事業の立上げ等の業務に直接携わった経験があり、専門的な知識や能力を有する人であるとか、あるいはファンドの親会社、子会社の役職員であるとか、今少なくともベンチャーファンドに対して出資をしている中心となるような人が排除されないような仕組みは、一生懸命構築したつもりでございます。

その後は、やや個人的な感想になりますが、やはりベンチャー企業に対する成長マネーの供給と行ってきたところに関しては、非常にリスクが高く、モニタリングも極めて重要だと。上場企業であれば、開示規制をかけることによって、一般投資家も一応ある程度のモニタリングができた上で、何かあればセカンダリーマーケットでそれを現金化して一部回収するといったことができる仕組みになっていますが、ベンチャーファンドで非上場の世界になるとなかなかそういうことができないというときに、そこに一般投資家のお金をどこまで求めていくのかというのは、いろいろな議論があろうかと思えます。だからこそ、プロ向けファンドに関してさまざまな議論が起きていたということだと思いますし、今回の我々の改正も、当時の議論を踏まえてできるだけ最善の案をつくったつもりではありますが、もしかしたら、元々行き過ぎだったものが今回また行き過ぎて、また戻らないといけないことになるかもしれません。それについては実態をよく見ながらまた考えていきたいと思っております。

○片木 ありがとうございます。

#### 【株式決済期間のT+2化】

○森本 技術的なことを質問させていただいたのですが、株式決済期間のT+2化問題について

です。国債については近々T+1決済になるということですが、コンピューターシステムを整備され、決済制度については相当のレベルにある我が国が、なぜT+2化が諸外国に比べて後れているのか。もうすぐこれができるというご報告をいただいたときに、後ろ向きの質問をさせていただいて申しわけないのですが、現在のところなぜT+2決済が実現していないか、どういう課題があるのかをお教えいただきたいと思えます。

諸外国ではほとんどがT+2決済になり、米国でも近々対応されるようですが、日本の場合には、今年の7月に検討ワーキング・グループを設置して現在検討中ということですが、従来からT+2決済ぐらいにしようという議論があったように思うのですが、なぜ日本でなかなかこれが実現しないのか。技術的にはできると思うのですが、いろいろな事情もあるのでしょうか、背景というか、課題などについてお教えいただきたいというのが質問でございます。

○齋藤 一つには、実際にこういう手続とか事務手続を行っている方々からすると、足元で何かものすごく大きな問題が起きているのであれば、その手続を変えるというインセンティブが働くわけですが、今特に何か支障が起きているわけではないときになぜ変えるのか、という構造が基本的にあるので、国債に関してもなかなかT+1化が進まなかった。それで、リーマン・ショックのときにフェイルの話が起きて、このままではまずいだろうという認識が関係者の間で共有されたから進み始めた。T+2化に関しても、やはり諸外国がここまで来ているのに日本だけ後れたらまずいでしょうというのが根っこにあるのは間違いないと思えます。

ただ、それだけではなくて、国債と株式の一つの大きな違いは、やはり関係者の幅広さの違いでありまして、国債に関しては、保有しているのは基本的には銀行などの機関投資家を中心であり、取引単位も非常に大きいですし、店頭取引が中心になっているものもあります。株式に関しては、取引所取引もあるし、店頭取引もあるし、一方で



個人も持っているし、地場の証券会社も取り扱ってれば、非居住者も持っている。そういう中で、関係者が全て認識を共有できて、事務手続に関して一つのルールができあがり、それにのっとってきちんと運用できるという認識が全員の中で共有されないとなかなか進まないというのが、国債との大きな違いとして一つございます。

それから、特に非居住者に関しては、時差がありますので、海外の営業時間中に非居住者の株をどうするのかといった手続をしなければならない。それを全体として最終的に T+x の中に納めなければいけないという難しさもあります。

それと株に関しては、特に空売りの話があって、貸株、借株を T+x の期間内にどこから借りてきて、それをどこにどう当てはめて、それを最終的に清算するところまで持っていかなければならず、その辺が技術的にいろいろなネックになっているというふうに聞いております。

ただ、そうは言っても、ようやく関係者の方々も認識の共有ができた、つまり、T+2 化しなければならない、そのためには何の問題をどう解決するのかというところまで議論が進んできたということは、大きな前進だと思っています。我々としても、いつまでにするのだといったことが関係者の中で共有できて、決定できるところまでできるだけ早く持っていきたいというふうに思っているところでございます。

○森本 ありがとうございます。資料の 32 ページに示されているメリットを考えると、これを上回るマイナスがどこにあるかよくわかりませんが、なかなか難しい問題だということはよく理解できました。

#### 【リスクマネーの供給に向けた取組みの状況】

○久保 先ほど話題になった部分に戻るのはないかと思うのですが、リスクマネーの供給に関して、先ほど齋藤課長の個人的なご見解というかお考えということで、3つのポイントがあるのではないかというお話がありました。家計の資産選択への働きかけという点と、非上場、私募の話を

どのようにもっと広げていくのかという点、また、きめ細かい対応をどうやってとっていくのかという3点のご指摘があったかと思います。

私も基本的にはそのお考えが重要なのではないかと思います。ただ、例えば家計の資産選択にどうやって働きかけていくのかというときに、制度的な対応はほぼ出尽くして、あとはもう分散投資のメリットを強調していわば金融教育、誰に対してやっていくのかという問題があるとはいえ、結局はそういう話になっていくのかなというご発言だったかと思うのですが、それこそおじいさんやおばあさんがそういう教育に乗っかってくれるのかという問題もあると思うのです。

そういったときにもう一つ制度的な対応として考えられるのは、例えばそういうおじいさんやおばあさんが銀行に預けています、信用金庫に預けていますというときに、それをさらにリスクマネーに振り向けていくといったやり方は、政策的にはあり得るのかもしれませんが、ただ、それでは今までの銀行規制、要するに銀行がなるべく倒れないように、決済機能がダウンしないようにという形で規制をかけてきた、そういった銀行規制との関係も問題になるのだろうというふうに考えられます。

市場課だけでなく、例えばほかの部局との間でこういったリスクマネーへの振り向けという問題がどのように議論されているのか、例えば金融庁内でどういう話があるのかといったお話を少しお聞かせ願えたらと思うのですが、その点はいかがでしょうか。

ちょっと漠然とした質問で申しわけないのですが、もしお教えいただけるようなことがあればお願いしたいと思います。

○齋藤 まず一つは、2年ほど前に始めさせていただいた NISA に関してですけれども、我々とするれば、それを毎月分配型の投信を買うのに使うとか、あるいは短期売買で使うといったような使われ方をされるのは本意ではない。できるだけ長期で株に投資をしてもらって、それを将来的な人生における資産形成に役立ててもらうように活用し

てほしいという思いでつくった税制上の優遇措置でございます。むしろそういう NISA に組み込む商品としてどういうものが適切なのかといったことを、実際に投資信託をつくる投資信託委託や、あるいはそれを販売する証券会社や銀行、そういうところとよく議論をして、実務に携わる業者の人々の考え方に関して働きかけを行い、それが最終的に家計の資産選択にも働きかけていくという、NISA の本来あるべき使われ方に寄与するような働きかけといったものが一つあるのかなと思っております。

それから、この前の税制改正で認められた、成人前の方が開設するジュニア NISA を使って、それができるだけ長期の資産保有につながっていく、そのジュニア NISA にふさわしい商品は何なのかといった働きかけが一つあるのかなと思っております。

それから、まさしく先生がご指摘になったように、結局のところ、直接金融の世界でなかなかリスクマネーが広がらないのであれば、間接金融の世界でもう少しリスクマネーの供給を考えるとといったことも重要な視点だと思っております。

一つには、一昨年銀行法の改正で 5% ルールの一部緩和を実施させていただいております。地域の活性化につながるようなもの、あるいは一定の技術開発のようなものに寄与するもの等であれば、5% ルールを一部超えて持ってもいいというような改正も行わせていただいたところですし、また、銀行そのものがやはりエクイティを持つということに対しては、いろいろとまだご批判もあるところですので、地域活性化ファンドのようなものを銀行に出資をしてもらいながらつくり上げて、そこがリスクマネーを供給するといったような働きかけもあわせて行っているところです。

そのあたりに関しては、市場課というよりは、むしろ信用制度参事官室であるとか、あるいは監督局であるとか、そういうところが中心となって、間接金融を通じたリスクマネーの供給といったことについても行っているところでございます。

それから、金融庁が行っているところまでは言えな

いと思えますけれども、例えば GPIF であるとか、企業年金連合会であるとか、ああいうところが運用のポートフォリオを変えていくということで、最終的に、間接的にと言ったらいいかのかもしれませんが、リスクマネーを供給していくということも、ある意味では家計の金融資産の一部がそうした形でリスクマネーとして供給されていくことにつながるのではないかとこのように思っております。

本日は、私は市場課長であるということで、市場課でできることということでお話しさせていただきましたが、金融庁全体あるいは政府全体としてはそのような取組みをしているとご理解いただければと思います。

○久保 ありがとうございます。

#### 【日本における市場間競争】

○行澤 まだ政策の企画段階として資料にお示しいただきました、PTS に関するアメリカの取引所間の市場シェアと日本における取引所の市場シェアにつき、著しいコントラストを見せていただきまして、非常に勉強になりました。

そこで、まさにおっしゃっていたように、取引所外取引がここまでアメリカにおいて成長している、そして高いシェアを持っているということとの関係で、わが国においても昔のように市場の分裂ということネガティブに捉えるのではなくて、むしろ公正かつ迅速な情報開示という制度インフラを前提に、市場間競争を促進してイノベーションを促進する、それによって国際的な市場間競争に勝っていくという制度設計で、日本においても平成 10 年以降 PTS 規制が整備されてきたところです。

そういう目で見ると、わが国においては市場間競争が未だ不活性であり、依然として東証がドミナントであるという点は、ややネガティブに評価すべきものでもあるのかなとも思います。そこで、金融庁におかれては、PTS など東証の市場間競争の不活性がなぜ生じているのか、そしてもしそれが問題であるのだとしたら、どのように取り組

んでいこうとされているのか、それを教えていただければと思います。

○齋藤 JPX が主催されている研究会で JPX のシェアが高いのは問題だというのはなかなか発言しにくいところではあるのですが、米国の状況がいい状況なのかというと、個人的には必ずしもいい状況ではないと思っています。やはり市場の分断あるいは流動性の分散といったこと、さらには HFT のような非常に高速度、高頻度な取引を行うことによって市場の分断が進んできたり、一部では、そこが不公正な取引につながったりしているというようなことも言われておりますので、その状況が必ずしもいいとは思っておりません。

他方で、今日本でこのような状況になってしまっているということに関しては、競争を促進するために取引所集中ルールを外して、皆さんで自由に競争してくださいといったときに、どうしても流動性の高いところに取引が集中しがちになってしまうということは、実態としてはあるのだというふうに思っています。ですので、もちろん各取引所あるいは PTS においてもいろいろな努力はされていると思いますし、我々としても PTS に関して何回か制度改正を行ってきているところですが、なかなかその成果が出ていないということは認識しております。

その原因については、なかなか説明というか、ここで確たることを申し上げられるほど、私自身分析ができていないわけではありません。ただ、他方で、ここまで東証に集中してしまっている場合、万が一東証のシステムに何か支障が起きたときに日本の市場全体がとまってしまうかねないというところは、それはどの程度問題でどのように直すのかということはあると思いますけれども、やはりそういう問題があるのではないかというふうに思っております。

ただ、例えば PTS や地方取引所のシェアを上げるための政策というのはなかなかできない。そういうことがあり得るための何かの改正はできますけれども、必ず上げなければならない政策というのはできないと思っておりますので、何ができる

のかといったことをまた今後考えていきたいと思っております。

あまり歯切れがよくない回答で申しわけありません。

○行澤 そうすると、市場間競争という政策の旗を降ろしたわけではないと理解してよろしいのですね。ただ、現状は、それをことさらに促進させようというようなことでもないと、こういうことですね。(笑)

○齋藤 旗をおろしているつもりはございません。促進といいますが、必ず結果を出さなければならない政策はとりにくいということは申し上げます。

○行澤 わかりました。ありがとうございました。

#### 【日米におけるクラウドファンディング規制の差異】

○龍田 家計の資産選択の問題について感想を申し上げます。資産選択の妨げになっているような要因があれば、除去するのが望ましいと思います。そうではなく、行政などで誘導するのは、いかなるものかと思えます。不当に危険の大きい商品を規制することは別として、どの商品を選ぶかは各家計の自由に委ねてほしい。

かつての高度経済成長期のように、それなりに実質的な金利が付いていた時代であれば、間接金融の偏重が投資を妨げている要因であると言えたと思いますが、現在、金利はもうゼロに等しいでしょう。ですから、間接金融と対比される投資手段に余りにも魅力がなさ過ぎる、あるいはリスクが大き過ぎることが、投資の伸びない原因ではないのでしょうか。老人などに対する投資勧誘がいろいろな問題を起こしているというようなニュースが次々と出るものですから、そんな危ないものには手を出さずに、金利はほぼゼロに等しいけれども、安全なほうで我慢しておこうというのが、一般の人たちの心情ではないかと思えます。

それから、クラウドファンディングについて、私は詳しくは存じませんが、米国の SEC 規則など

を見ますと、資金募集の規模や勧誘の対象である投資者層の資産構成や所得額などによって、随分細かく規制の厳しさを変えていますね。あまり細かく規制を分けると複雑になって問題だと思えますが、日本の今度の改正は規制の区分けをしていませんね。米国のような区分規制は日本に必要がないと判断された結果だろうと思いますが、その根拠をお教えいただけないでしょうか。

以上です。

(追補：日本は発行開示のない募集は少額でも全面禁止されていたものを、クラウドファンディングという単一の例外として認めることにした。これに対して米国は、Regulation Aなどの枠内で自由に少額募集を認めていたところへ、そのうちの一部にクラウドファンディングとして規制を加えることにした。いわば、少額募集の延長線上に、従来のと相似形の規制が加えられることになったのではないか。)

○齋藤　まず、最初にご指摘をいただいた家計の資産選択、これは別にご質問ではなくてご感想だということでしたが、まさしく先生がおっしゃるような問題意識というのは当然あると思っております。だからこそ、これまでそういうことはやってこなかったわけですし、今後もこういうことを積極的にやっていく、あるいは非常に強く働きかけていくというつもりで申し上げたわけではございません。我々としても、そんなことを国あるいは行政がやるべきなのか、やっていいことなのかということ、常に自分を振り返って、本当にそのようなことまでしていいのかという目で自分を律しつつやるべき話だと思っております。もちろん、いろいろなご批判や問題意識がある中で、我々がこうしろと言うのではなくて、問題意識を提起していった議論をしていただくとか、認識を高めていただくとか、そういう我々が何か強制することではないような働きかけをしていきたいというふうに思っております。

我々がやっていることに関して、またそれはさすがに問題ではないかというようなことがあれば、ぜひそういうご意見をお聞かせいただければと思

います。

それから、クラウドファンディングに関しては、すみませんが、私自身が米国の制度を存じませんので、どこをどのように切り分けているのかということ承知しておりません。今回に関しては、こういう特殊な業者に関しては、一律発行総額1億円未満、1人当たり投資額50万円以下でしか認めないということによって、いわゆる少額のお金をたくさんの人から集めるようなクラウドファンディングに関する規制の緩和を行うことが一つの推進力になるのではないかという発想で設けたもので、米国との比較でどうかといったところに関して、今答えの持ち合わせがないことについてはご容赦いただきたいと思います。

#### 【今後の金融行政の方向性】

○森田　本日は、大蔵省証券局ではなく、金融庁の市場課長にお話を伺っていますから、時代の流れを感じております。

昔、東京大学の竹内昭夫先生が、日本の証券局では、業界の育成ということを考えているが、米国のSECはpoliceする、つまり取り締まることを考えていると言われていました。日本も金融庁になったときは、policeしようとするのがあったと思うのです。

それでお話を伺っていると、今龍田先生もおっしゃったように、日本人がなぜ金融資産として証券を選ばないのかということ、だまされると思っているからだと思います。だまされるというか、例えば、某T社という大きな会社がこの前意図的に大変な虚偽決算をしました。米国では、意図的な虚偽決算をすると、経営者はたとえば懲役19年となります。日本ではたった5人だけが民事責任を問われるというような経緯を見ていると、日本人としては、あのような立派な会社でも嘘をつくのかという印象はぬぐえません。

ですから、私が希望したいのは、クラウドファンディングで事細かな規制をするというのが従来の行政のやり方ですけれども、それはある程度手を抜いて緩和してしまってもいいと思うのですよ。

その代わりに、意図的なものについてはとことん捕まえる。そしてとことん刑務所に放り込むというのをしないと、投資家は信頼しません。今までの日本人は、投資家というものはだまされても金持ちだから仕方がないという感じであきらめてきた。ですから、英国のように適合性原則で何でも仲裁機関で手軽に解決してもらえというように、救済が必ず整備されているのだと思わない限りは、投資家は証券に向かわないと思います。

なかなか難しいとは思いますが、今後の課題としては、金融庁として、いわゆる意図的な虚偽をした人に対しては厳しく捕まえていくことによって投資家の信頼を獲得してほしい。他方で、規制はやはり緩和したらいいと思いますよ。ですから、規制は緩和して、悪いやつは捕まえるというめり張りをつけていただきたいなと思いました。

感想で結構ですが、何かご意見があれば、言っていただけたらうれしいのですけれども。

○齋藤 いろいろと感想めいたことはあるのですが、確かに金融庁が発足したときに、事前規制から事後チェック型行政へということで、規制はできるだけ緩和をしていきましょう、他方で何か問題があったときには、厳しくそれに対して対応していこうということが基本の姿勢としてあったというふうに思います。

その姿勢を別に崩しているつもりもありませんが、一時期、金融庁に対して、金融庁というよりも「金融処分庁」だ、何かあると処分ばかりするというので、それがマネーの供給に対してシュリンクさせるような要因になってきたというようなご批判もありました。そこで、ずっと「金融処分庁」ということではいけないでしょうと。それはやはりバブル崩壊後の日本における金融危機や不良債権問題に対する対処としては間違っていないけれども、そういう状況が過ぎた状況においてずっと同じ姿勢をとり続けることが適切なのかと。投資者保護も重要だけれども、円滑な金融の確保も重要だし、投資者利便の向上も重要です。この金融庁の3つの命題のどこに軸足を置くかというのは、時代の中で比較的重きを置くべきはど

こかといった感覚でやっていかなければいけないというのが、我々の今の考え方かなと思っています。

ただ、先生がおっしゃるように、投資者に被害を与えた、あるいは非常に不公正な取引を行った者に対して厳しく処分しなければならないというところを忘れてはいけないと思います。

他方で、私自身は、証券取引等監視委員会にもいたことがございますが、悪いやつを見つけるとするのは非常に難しい。(笑)例えば虚偽記載を行っている会社を見つけるというのは相当難しいところがございまして、おっしゃることはよくわかりますし、しかも見つけたらきちんと処分しなければいけないと思いますが、我々としても、見つけるところについては、一生懸命やってもなかなか難しいというのが正直な感想ではあります。○山下 大体予定の時間が参りました。

制度をつくったりルールを整備したりするということを盛んにしていた時代は、官庁にしても我々研究者にしても目標がはっきりしていたと思うのですが、だんだんそういうものの整備が完了してきた中、しかし日本の市場がいま一つぱっとしない状況で、これからどのように対処していくかということは、当局にとっても、我々研究者にとってもなかなか悩ましいものがあると、お話を伺って感じたところがございます。またいろいろと別の機会にでもご教授いただければと思います。

本日はどうもありがとうございました。

# 金融資本市場をめぐる今後の課題



平成27年11月27日  
金融庁総務企画局市場課長 齋藤 馨

## 目次

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 1. 株式上場市場の整備          | 2  |
| 2. 新規企業等へのリスクマネー供給    | 7  |
| 3. 債券市場の整備            | 21 |
| 4. デリバティブ市場・インデックスの整備 | 24 |
| 5. 決済機能の強化とリスクの削減     | 30 |
| 6. 市場構造をめぐる動きへの対応     | 36 |

# 1. 株式上場市場の整備

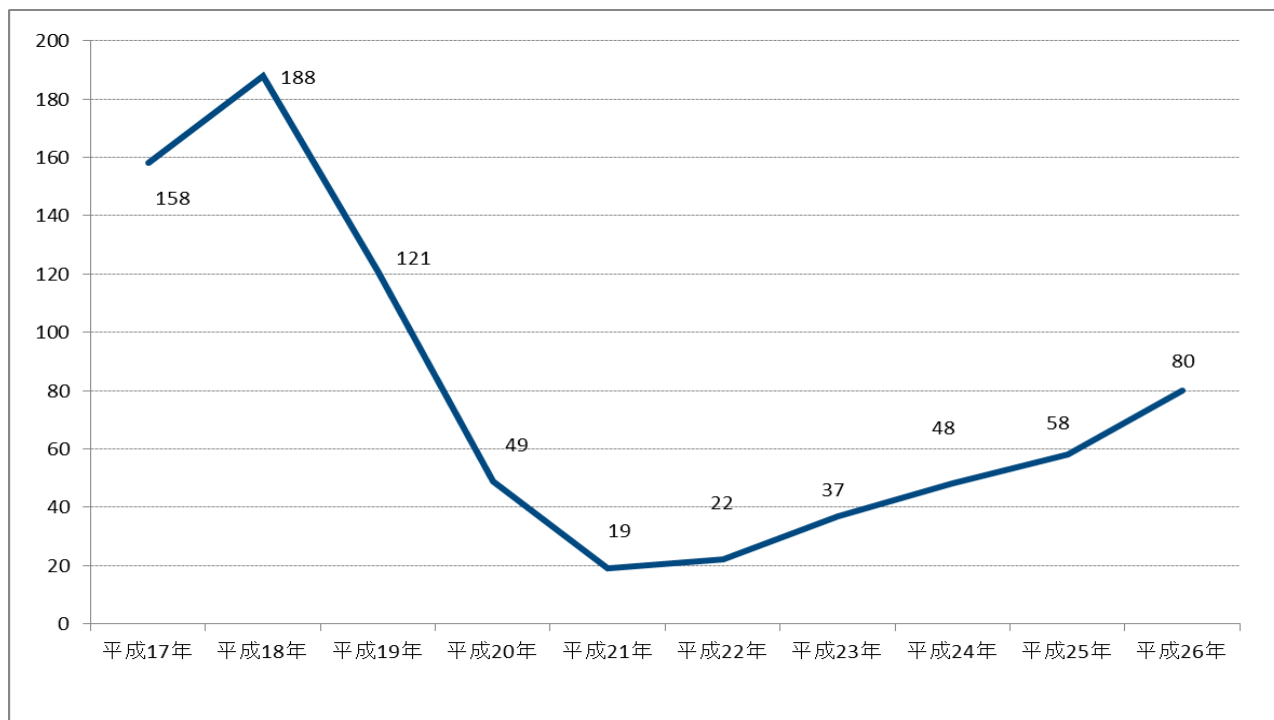
2

## 金融資本市場の機能強化に向けた課題

|     | 株式(エクイティ)                                                                                                                                                                          | 債券                                                                                   | デリバティブ、<br>インデックス                                                                                                           | 資産運用                                                                                                     |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 上場  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 質の高いIPO・PO</li> <li>➢ 問題企業への対応</li> <li>➢ T+2化</li> <li>➢ コーポレートガバナンス・コード</li> <li>➢ スチュワードシップ・コード</li> <li>➢ IFRSの任意適用企業の拡大促進</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ TOKYO PRO-BOND市場</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 総合取引所</li> <li>➢ 証拠金一元化</li> <li>➢ TIBOR、金利先物取引等</li> <li>➢ JPX日経400の活用</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ インフラファンド市場</li> <li>➢ ヘルスケア・リート</li> </ul>                      |
| 店頭  | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ クラウドファンディングの普及</li> <li>➢ 株主コミュニティ制度</li> <li>➢ ベンチャー企業の資金調達の円滑化に向けた環境整備</li> </ul>                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ T+1化(国債)</li> <li>➢ 社債の取引価格情報の改善</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 国際規制への対応</li> </ul>                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ プロ向けファンド制度の見直し</li> <li>➢ PEファンド</li> <li>➢ 投資運用力の強化</li> </ul> |
| その他 | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ PTS制度</li> <li>➢ HFT</li> </ul>                                                                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 東京市場における外貨建債券発行促進</li> </ul>                |                                                                                                                             |                                                                                                          |
|     | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 清算・振替機関の機能強化</li> </ul>                                                                                                                   |                                                                                      |                                                                                                                             |                                                                                                          |

3

## IPO数の推移



(日本取引所グループ公表資料等より作成) 4

## (参考)主要国の証券取引所との比較

| 証券取引所名       | IPO数(社) |          | 上場会社数(社) |          | 売買代金<br>(10億ドル) |
|--------------|---------|----------|----------|----------|-----------------|
|              |         | (うち国内企業) |          | (うち国内企業) |                 |
| ニューヨーク証券取引所  | 129     | 102      | 2,466    | 1,939    | 15,867          |
| ロンドン証券取引所    | 163     | 140      | 1,926    | 1,459    | 1,911           |
| ユーロネクスト      | 35      | 31       | 1,055    | 935      | 1,952           |
| ドイツ取引所       | 10      | 4        | 670      | 595      | 1,469           |
| 台湾証券取引所      | 17      | 10       | 880      | 813      | 711             |
| 韓国取引所        | 103     | 103      | 1,864    | 1,849    | 1,350           |
| オーストラリア証券取引所 | 84      | 74       | 2,073    | 1,967    | 807             |
| 上海証券取引所      | 43      | 43       | 995      | 995      | 6,085           |
| 香港取引所        | 115     | 111      | 1,752    | 1,661    | 1,520           |
| シンガポール取引所    | 28      | 18       | 775      | 484      | 209             |
| 日本取引所グループ    | 80      | 79       | 3,470    | 3,458    | 5,443           |

(注)

- ・IPO数は2014年中の件数、上場会社数は2014年末時点、売買代金は2014年中の計数
- ・日本取引所グループの計数はJPX調べ
- ・海外取引所のIPO数はWFEのIPO Database、上場会社数、売買代金はWFEのMonthly Report (Number of Listed Companies) を利用
- ※ロンドン証券取引所はWFEを脱退したため、2014年1月以降のデータは同取引所ホームページを利用



## 最近の新規公開を巡る問題と対応について

(2015年3月31日)

- 新規公開の品質を向上して株主・投資者の信頼を確保し、もって証券市場の機能の健全な発揮を促していく観点から、速やかに以下の対応を講ずる

### 1. 新規公開会社の経営者による不適切な取引への対応

- 経営者の不適切な取引について、上場審査を強化
- 上場申請会社の経営者・社外役員等に対して、不適切な取引防止のための啓発セミナーを実施

### 2. 上場直後の業績予想の大幅な修正への対応

- 上場時に公表される業績予想について、前提条件やその根拠の適切な開示を要請(上場直後に業績予想の修正開示を行う場合には、それらに関する特に丁寧な説明を要求)

### 3. 上場時期の集中への対応

- 上場予定時期について、東証における集計及び周知を通じて全体日程を共有し、集中緩和を要請
- ※ 昨年は、年間計80社のうち28社の上場が12月に集中

※ これらに併せ、日本証券業協会及び日本公認会計士協会を通じて、引受証券会社及び監査法人に日本取引所グループの対応を周知し、当該対応への協力を要請するとともに、各協会に対しては、新規公開の品質確保に向けた、適切な対応を要請。

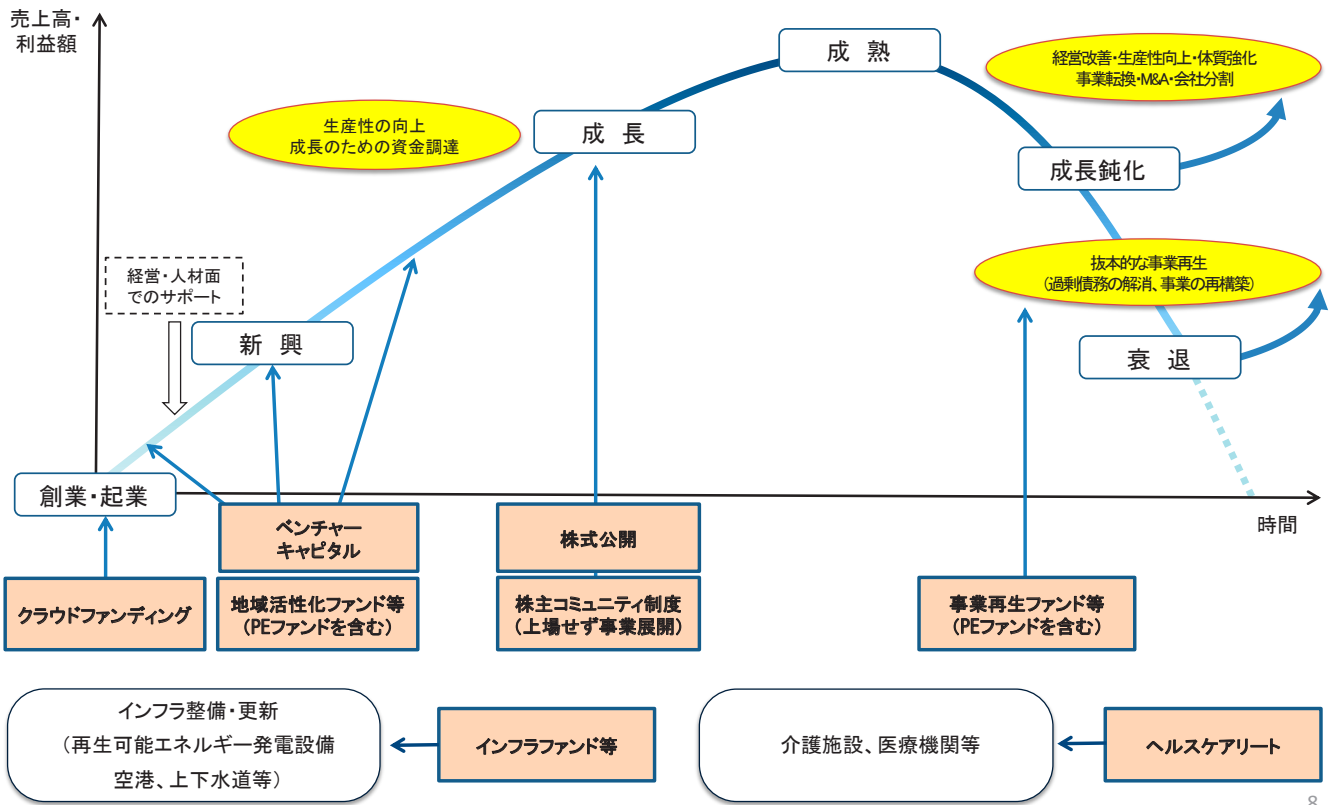
(日本取引所グループ公表資料より作成)

6

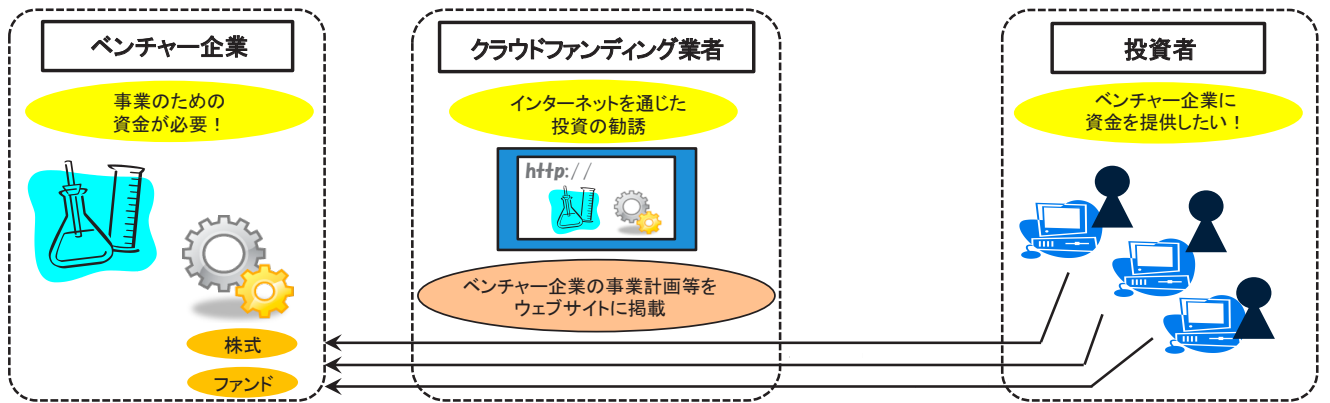
## 2. 新規企業等へのリスクマネー供給

# 企業のライフステージに応じた多様な成長マネーの供給

平成27年4月22日(水)  
自民党金融調査会・根本会長提出資料



## 投資型クラウドファンディングの利用促進 (金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成26年5月30日公布、平成27年5月29日施行))



- 《改正前》
- 有価証券を勧誘するためには、「金融商品取引業者」としての登録が必要。  
(「株式」の勧誘: 第一種金融商品取引業者 ~ 兼業規制あり、最低資本金5,000万円)  
(「ファンド」の勧誘: 第二種金融商品取引業者 ~ 兼業規制なし、最低資本金1,000万円)
  - 非上場株式の勧誘は、日本証券業協会の自主規制で原則禁止。

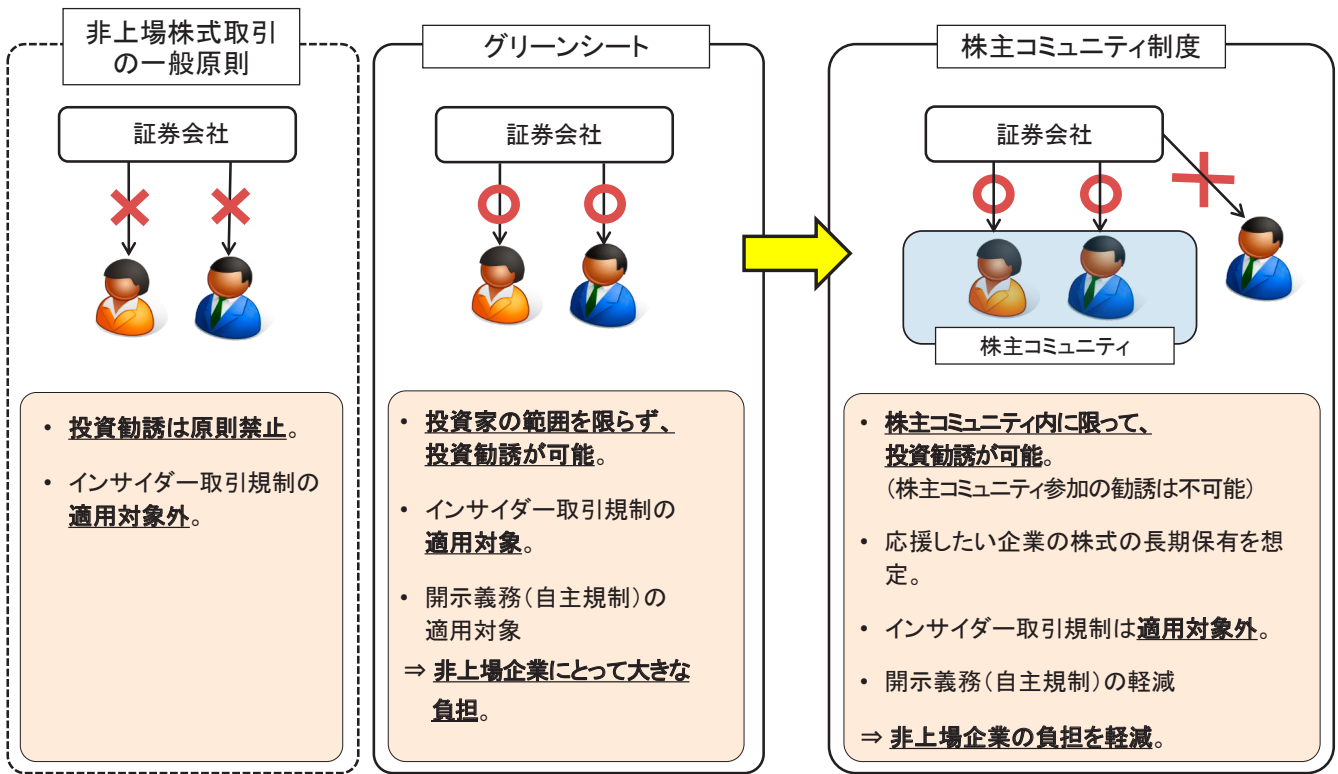
《改正後》

|                             |                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>参入要件の緩和等</p>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>少額<sup>(注1)</sup>のもののみを扱う業者について、兼業規制等を課さないこととともに、登録に必要な最低資本金基準<sup>(注2)</sup>を引下げ。(第29条の4の2、政令)</li> <li>非上場株式の勧誘を、少額<sup>(注1)</sup>のクラウドファンディングに限って解禁。(自主規制規則)</li> </ul> |
| <p>投資者保護のための<br/>ルールの整備</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>詐欺的な行為に悪用されることが無いよう、クラウドファンディング業者に対して、「ネットを通じた適切な情報提供」や「ベンチャー企業の事業内容のチェック」を義務付け。(第29条の4 登録の拒否、第35条の3 業務管理体制の整備、第43条の5)</li> </ul>                                          |

(注1) 発行総額1億円未満、一人当たり投資額50万円以下

(注2) 第一種金融商品取引業者: (改正前)5,000万円 ⇒ 1,000万円。第二種金融商品取引業者: (改正前)1,000万円 ⇒ 500万円。

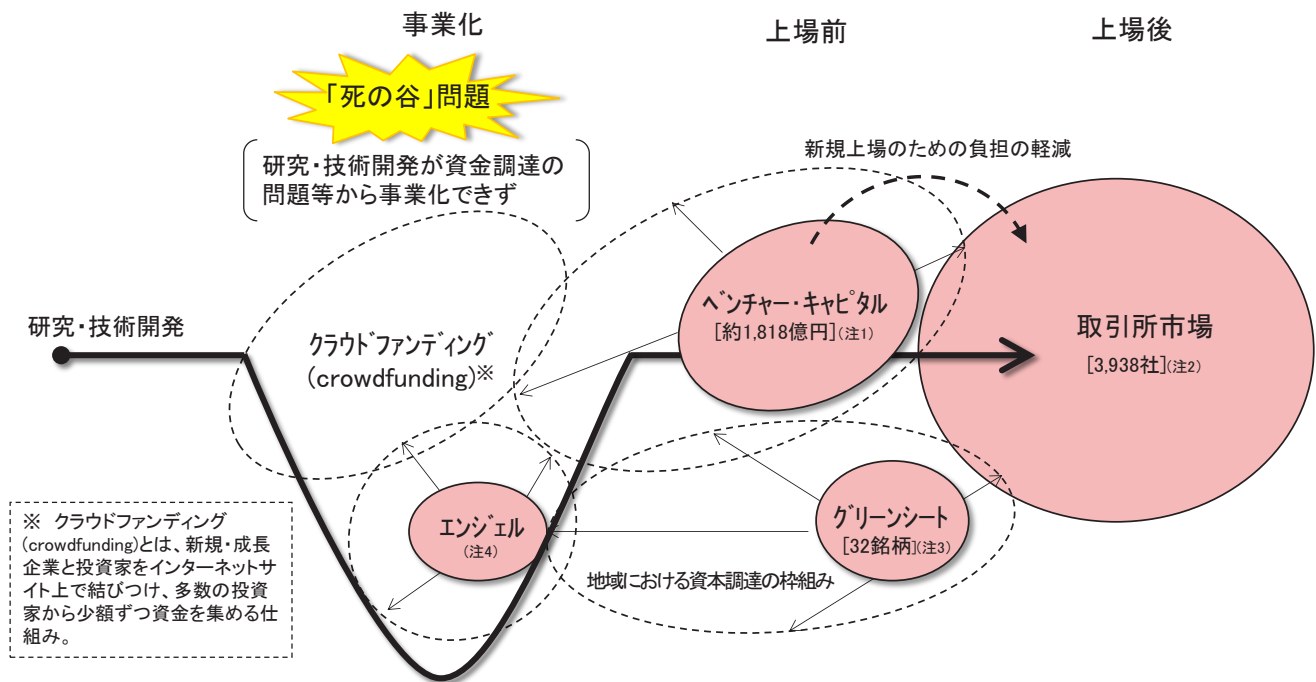
## 株主コミュニティ制度 (金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成26年5月30日公布、平成27年5月29日施行))



(上記制度はいずれも日本証券業協会の自主規制に基づく)

10

## 新規・成長企業へのリスクマネーの供給について



※ クラウドファンディング (crowdfunding)とは、新規・成長企業と投資家をインターネット上で結びつけ、多数の投資家から少額ずつ資金を集める仕組み。

(注1)ベンチャー・キャピタル年間投融資額(2013年度)。米国は約2.7兆円(2012年)。

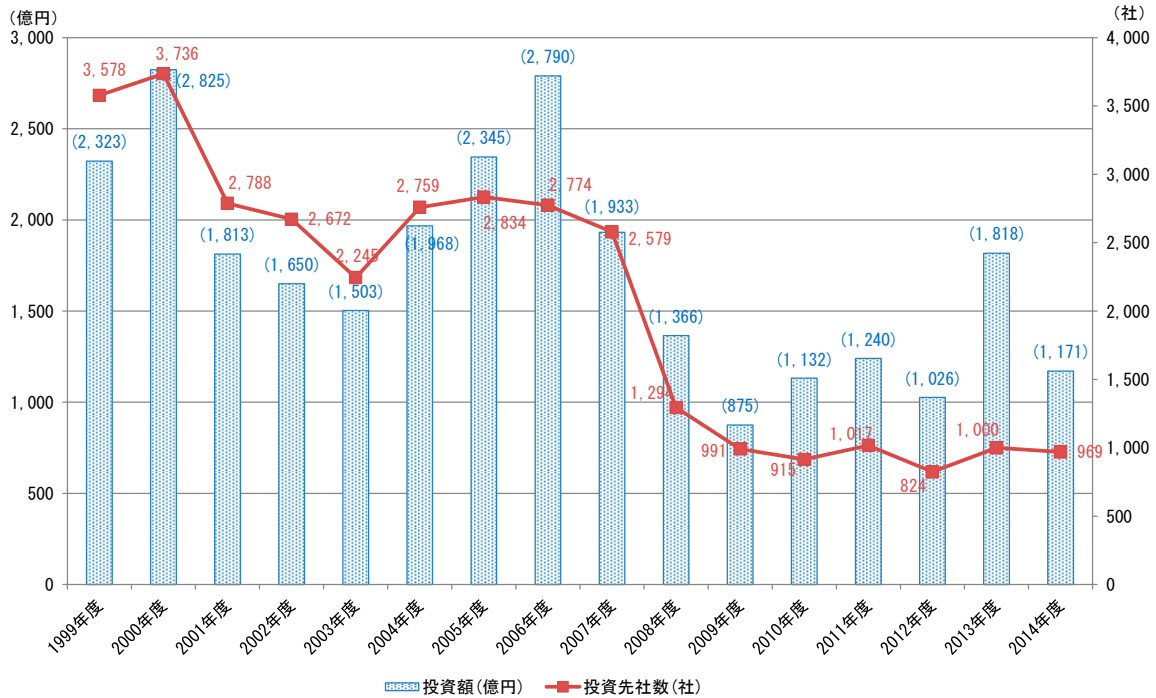
(注2)全国上場会社数(2014年末:札幌、東京、名古屋、福岡)。米国はNYSE(US)2,466社、NASDAQ2,782社(2014年末)。

(注3)グリーンシート銘柄数(2014年末)。米国におけるピンクシート登録銘柄数は9,857銘柄(2015年3月)。

(注4)エンジェル税制を利用した個人投資家の投資額は、約14.9億円(2013年度)。なお、米国におけるエンジェルの年間投資額は、1.5兆円程度といわれている。

11

## 日本のベンチャーキャピタル等によるベンチャー企業への投資



(注) 1999年度: 199/7~2000/6、2000~2002年度: 各年10月~翌年9月、2003年度以降: 各年4月~翌年3月

(出典) VEC 2014年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果より当庁作成

12

## 地域の成長マネー供給促進フォーラムについて

### 1. 趣旨

地域の実情を踏まえつつ成長マネーの供給促進を図る観点から、地元ベンチャー企業の経営者やベンチャーキャピタル、上場を果たした地元企業、取引所、地元証券会社、地域金融機関、行政当局など地元の資本市場を巡る関係者が一堂に会し、各地域の資本市場をめぐる現状や課題について幅広く意見交換を行うとともに、地域への成長マネー供給に係る取組事例の紹介・共有等を図る。

### 2. 開催実績等

- 先行的に福岡(6月23日)及び大阪(6月26日)において開催。
- 参加メンバーは、地元ベンチャー企業等の経営者やベンチャーキャピタル、取引所、日本証券業協会、証券会社、地域金融機関、政府系金融機関、行政当局(金融庁、経済産業省、財務局、経済産業局等)等であり、各回とも総勢60~90名程度が参加。

#### 【当日の議題】

議題1: 地元経済界から見た地域の資本市場

- (1) 企業の成長フェーズに応じた資金調達に係る事例や課題
  - プレゼンテーション(地元ベンチャー企業、最近上場した地元企業、取引所等)
  - 討議
- (2) 地域のベンチャー企業等に対する成長マネー供給
  - プレゼンテーション(地元ベンチャーキャピタル、地域金融機関等)
  - 討議

議題2: 成長マネー供給に向けた施策

- プレゼンテーション(クラウドファンディングの活用事例等)
- 討議

- 今後、他の地域においても順次、開催。

13

## 地域の成長マネー供給促進フォーラムについて

### 3. フォーラムにおいて出された意見(概要)

#### ○ ベンチャー企業等から出された意見

- 地域のベンチャー企業においてはITベンチャーのように短期間で成果が出る事業は必ずしも多くないため、ファンドの投資期限が到来するまでに成果が出ていない場合には、資金をブリッジするような仕組みのニーズがあり、また、ものづくりベンチャー等では実際に生産に移行するような段階までの資金ニーズもある。
- 資金調達に関して、前例のない革新的なビジネスモデルを用いた事業や、技術が専門的である事業を行う場合には、事業化について、金融機関等の理解を得ることが必ずしも容易でないことがある。このような場合にベンチャーキャピタルからの資金調達が期待される。

#### ○ ベンチャーキャピタル(VC)、金融機関、証券会社等から出された意見

- 地域のベンチャー企業はIPOの志向が強く、M&Aに対する否定的な見方もあるが、出口の選択肢としてM&Aも視野に入れておくことで、IPO以外を出口とする案件が増えるとも考えられる。
- 地域金融機関等が、資金環境の変化に関わらずベンチャー企業に対する目利き力を継続的に発揮するためには、専門部署や専門のファンドの設立などに取り組むことが効果的である。
- エクイティ、メザニン、融資等の資金の種類に応じ、資金の出し手の適切な連携・役割分担がなされる必要がある。その中で、情報、技術、人材のマッチングの観点からは、地域経済に関する情報を有する地域金融機関との連携が有益であり、地域のベンチャーキャピタルと地域金融機関が継続的に意思疎通を行っていくことが重要である。
- ベンチャーキャピタルについては、ベンチャー企業の成長の段階に応じて、必要となる資金量も異なっており、成長の段階に応じて調達先も地場VC→大手VC地方拠点→複数在京VCと変わっていくケースが見られることから、地方VCと在京VCの連携も重要な課題である。

#### ○ 証券取引所・自治体・証券業協会等から出された意見

- クラウドファンディングは少額の資金を集めることに適しており、自治体等が地域における起業を促進する手段として有効である。また、クラウドファンディングについては、地域金融機関や「ふるさと投資」連絡会議との連携も効果的である。
- 地域を支える公共交通等の地元密着型企業の資金調達については、一定のコミュニティ内で株式が流通する株主コミュニティ制度も有効な手段と考えられる。

14

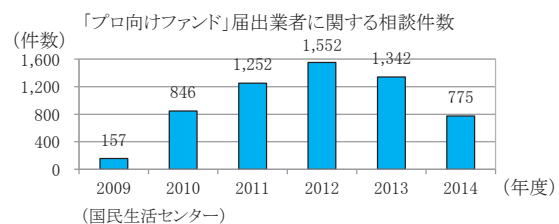
## プロ向けファンド制度の見直し

### 改正前

- 投資運用業は、原則として登録制。ただし、1名以上の適格機関投資家(いわゆるプロ)及び49名以内の適格機関投資家以外の投資家(アマ)により構成される「プロ向けファンド」については、届出制によりファンド販売等が可能。

- 「プロ向けファンド」の販売等を行う届出業者は、

- ①他の登録業者と異なり、行為規制が緩和、行政処分の対象となっていないこと、
  - ②投資の素人にも販売が可能なこと、
- から、投資家に被害を与えるケースが急増。



### 改正後

- ファンドへの信頼を確保し、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資者被害を適切に防止していくことが必要。このため、「プロ向けファンド」の制度について、以下の対応を図る。

- ① 届出者の要件等: 欠格事由の導入、届出書の内容の拡充・公表 等
- ② 行為規制の拡充: 適合性の原則(顧客の知識・経験等に照らし不適當な勧誘の禁止)、リスク等の説明義務 等
- ③ 問題業者への行政対応等: 業務改善・停止・廃止命令、罰則の強化 等

※ このほか、出資者の範囲について、投資判断能力を有する一定の投資家及びファンド業者と密接に関連する者に限定(政令事項)。ガバナンスの確保、公認会計士による会計監査の実施など、相応の体制が整備されているベンチャー・ファンドについては、上場会社の役員等や新規事業の立上げ等の実務経験のある者等の出資も可。

15

## 平成27年度 金融商品取引法の一部を改正する法律の概要①

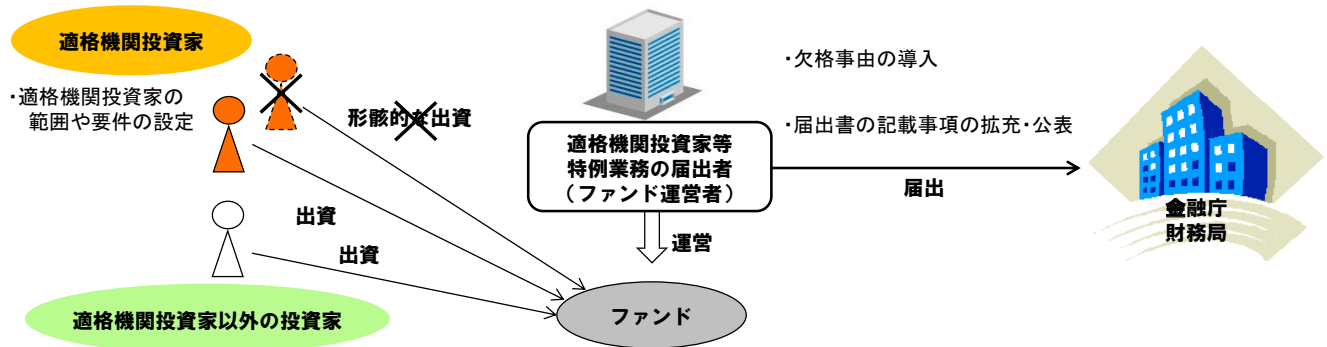
○ ファンドへの信頼を確保し、成長資金を円滑に供給していくためにも、投資者被害を適切に防止していくことが必要。このため、出資者の範囲の見直しにとどまらず、総合的な対応を行っていくことが求められ、以下のような措置を講ずる。

### 1. 適格機関投資家等特例業務の届出者の要件

- 欠格事由(業務廃止命令を受けてから5年間、刑事罰に処せられてから5年間等)の導入
- 届出書の記載事項の拡充・公表

### 2. 適格機関投資家の位置付け

- 実態を伴わない適格機関投資家排除のため、適格機関投資家の範囲や要件を設定(適格機関投資家となる投資事業有限責任組合について、運用資産残高(借入を除く)5億円以上とすることを内閣府令で規定することを想定)



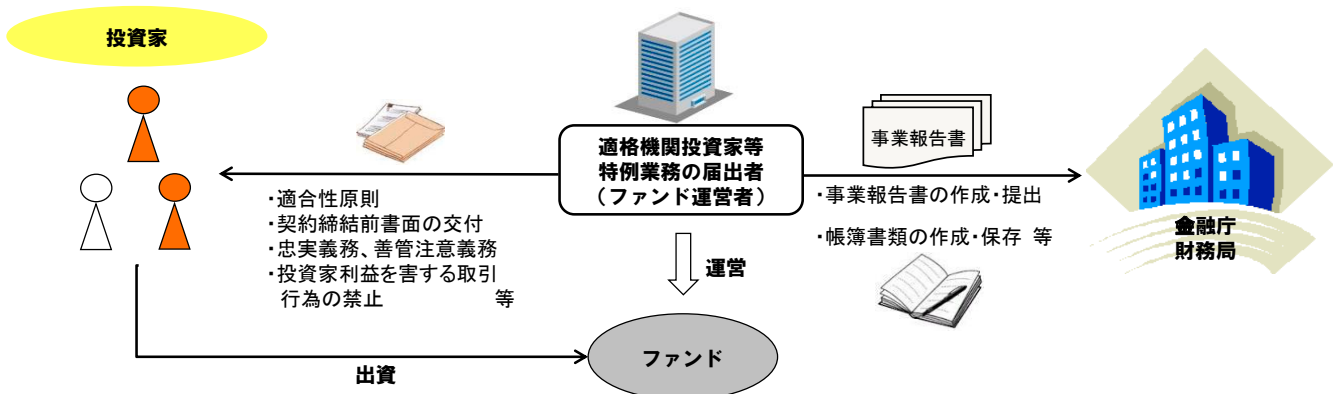
(注) 【】内の数字は該当条文及び条文が記された法律案新旧対照条文のページを示す。

16

## 平成27年度 金融商品取引法の一部を改正する法律の概要②

### 3. 届出者に対する行為規制

- 登録業者と同等の行為規制を導入
    - 適合性原則(顧客の知識・経験等に照らし不適當な勧誘の禁止)
    - 契約の概要やリスク等を説明するための契約締結前の書面等の交付義務
    - 忠実義務、善管注意義務
    - 投資家利益を害する取引行為の禁止
- 等
- (※) プロ間の自由な取引を阻害しない観点から、特定投資家との間の取引については、契約締結前の書面等の交付義務、適合性原則等は適用しない。
- 事業報告書の作成・当局への提出、帳簿書類の作成・保存 等



## 平成27年度 金融商品取引法の一部を改正する法律の概要③

### 4. 問題のある届出者への対応

- 監督上の処分(業務改善・停止・廃止命令)の導入
- 実態把握・投資家保護の観点から、報告徴求・検査を行うことができることを明確化
- 裁判所による禁止・停止命令の対象を、法律・命令違反となる場合のほか、業務執行が著しく適正を欠き、投資者の損害拡大を防止する緊急の必要がある場合にも拡大
- 無届出・虚偽届出に係る罰則の引上げ(懲役1年以下→5年以下)、業務停止・廃止命令違反等に係る罰則の新設(懲役2・5年以下)



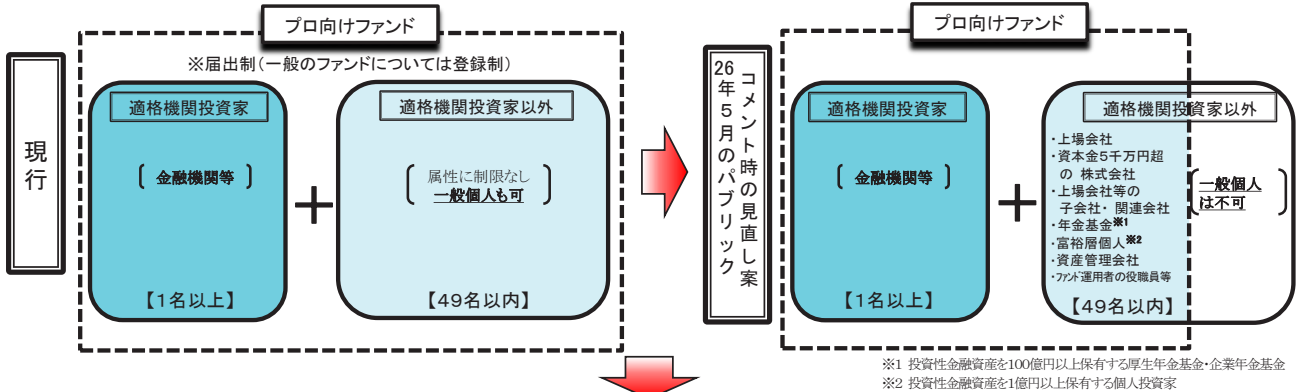
(問題のある届出者)

- ← 監督上の処分(業務改善・停止・廃止命令)の導入  
← 投資家保護の観点からの報告徴求・検査
- ← 裁判所による禁止・停止命令の対象の拡大
- ← 無届出・虚偽届出等に係る罰則の引上げ、業務停止・廃止命令違反等に係る罰則の新設

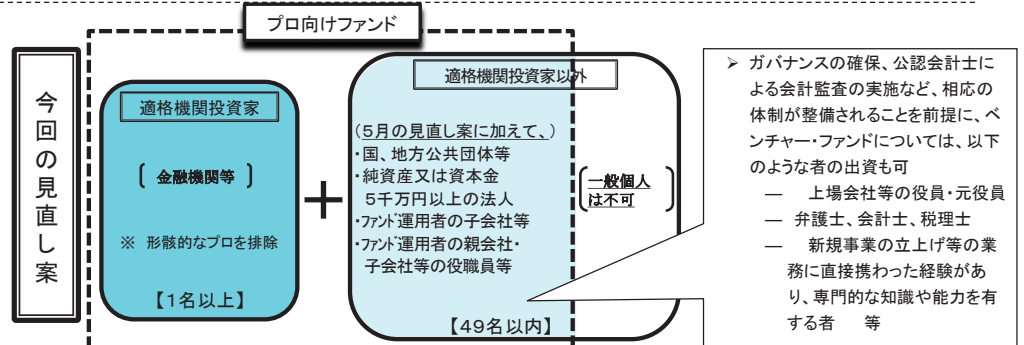


## 平成27年度 金融商品取引法の一部を改正する法律の概要④

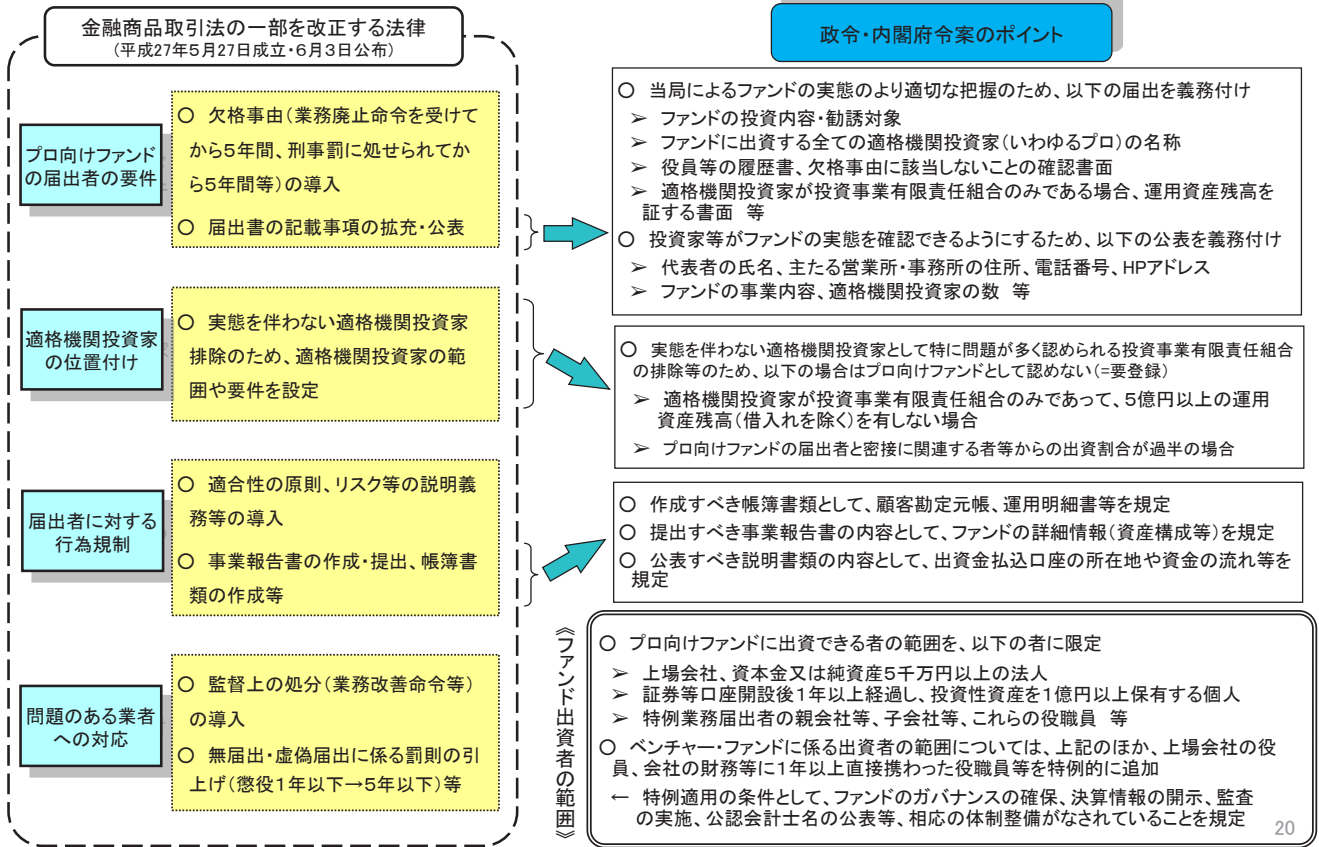
### ○ 「プロ向けファンド」の出資者の範囲



- 出資者の範囲を投資判断能力を有する一定の投資家及び特例業者と密接に関連する者に限定(政令で規定)



## 平成27年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案の概要

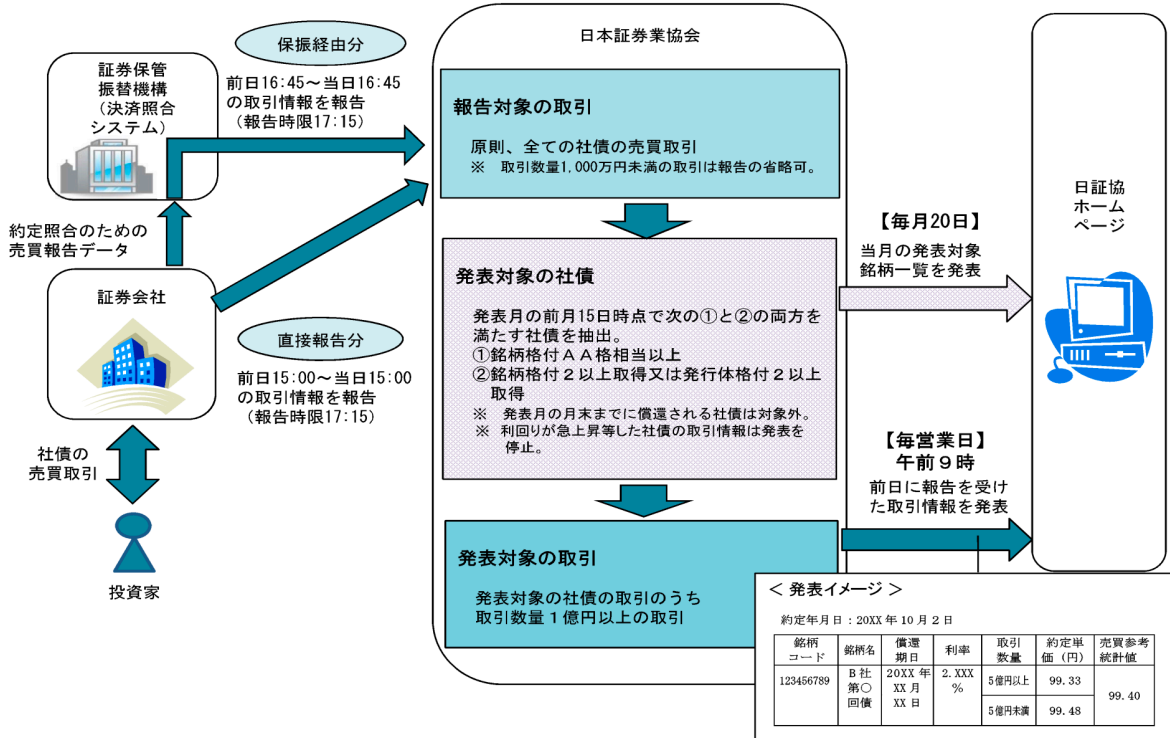


## 3. 債券市場の整備



## 社債の取引価格情報の改善

### 社債の取引情報の報告・発表制度の概要



(出典)「社債の取引情報の報告・発表制度について」(平成26年6月17日)

## TOKYO PRO-BOND Marketの発行体

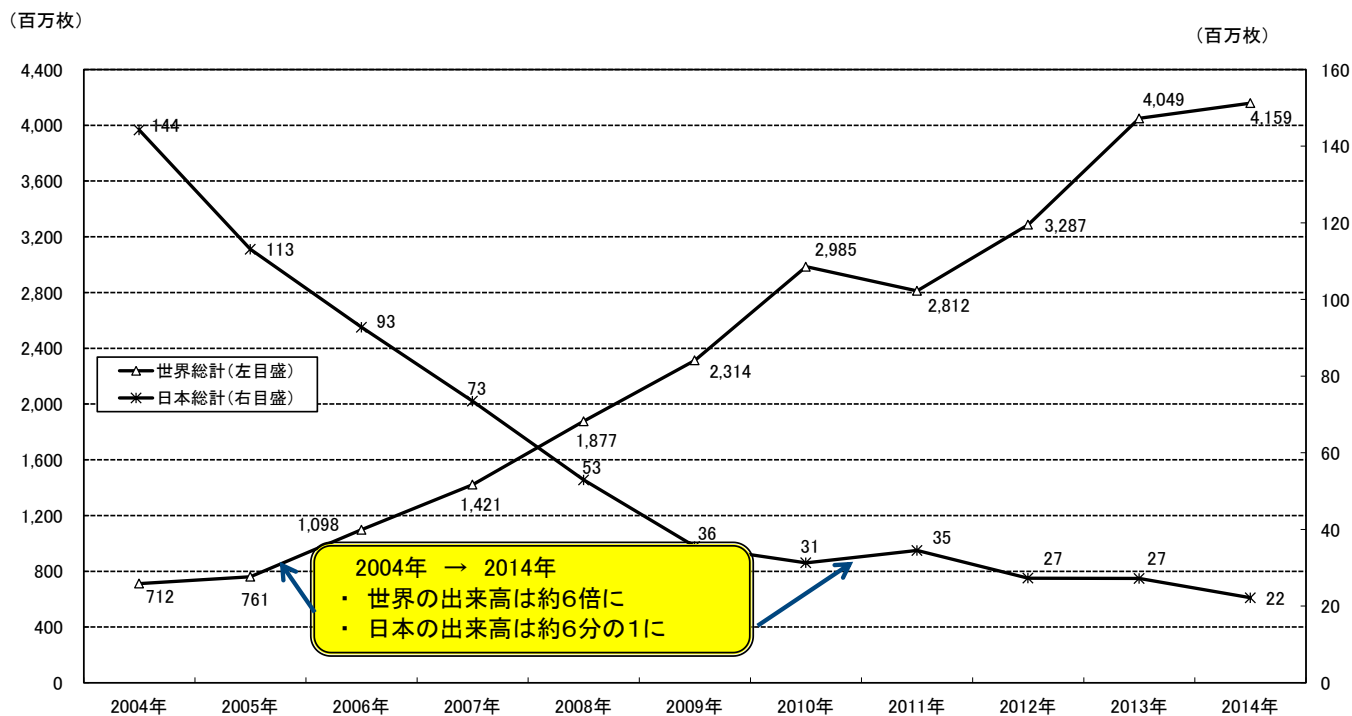
平成27年10月19日現在

| 発行体                                             | プログラム上場日    | 起債額(起債時期)          |
|-------------------------------------------------|-------------|--------------------|
| ING Bank N.V.(オランダ)                             | 平成24年3月30日  | 507億円(平成24年4月)     |
|                                                 |             | 1,759億円(平成24年12月)  |
|                                                 |             | 811億円(平成27年7月)     |
| Nomura Bank International plc(イギリス)             | 平成24年7月27日  | —                  |
| Nomura Europe Finance N.V.(オランダ)                | 平成24年7月27日  | —                  |
| ICICI Bank Limited(インド)                         | 平成25年6月18日  | —                  |
| Asian Development Bank(フィリピン)                   | 平成25年11月11日 | —                  |
| Bank of America Corporation(米国)                 | 平成26年3月7日   | —                  |
| Banco Santander-Chile(チリ)                       | 平成26年4月2日   | 273億円(平成26年4月)     |
| Malayan Banking Berhad(マレーシア)                   | 平成26年5月1日   | 311億円(平成26年5月)     |
|                                                 |             | 200億円(平成26年8月)     |
| First Gulf Bank P.J.S.C.(アラブ首長国連邦)              | 平成26年6月10日  | 100億円(平成26年6月)     |
| Deutsche Pfandbriefbank AG(ドイツ)                 | 平成26年6月27日  | —                  |
| HYPO NOE Gruppe Bank AG(オーストリア)                 | 平成27年2月18日  | —                  |
| Macquarie Bank Limited(オーストラリア)                 | 平成27年2月24日  | 341億円(平成27年3月)     |
| 東京都(日本)                                         | 平成27年5月11日  | 10億米ドル(平成27年5月)    |
| みずほ銀行(日本)                                       | 平成27年7月10日  | 2.5億人民元(平成27年7月)   |
| The Bank of Nova Scotia(カナダ)                    | 平成27年10月1日  | 323億円(平成27年10月)    |
| Scotiabank Europe plc(英国)                       |             | 149億円(平成27年10月)    |
| Santander UK Group Holdings plc(英国)             | 平成27年10月5日  | —                  |
| みずほ銀行(日本)                                       | 平成27年10月7日  | 30億タイバーツ(平成27年10月) |
| Credit Suisse International(英国)                 | 平成27年10月8日  | —                  |
| Banco Latinoamericano de Comercio Exterior(パナマ) | 平成27年10月19日 | —                  |

## 4. デリバティブ市場・インデックスの整備

24

### 世界の商品市場の出来高の推移



(出所) 世界: 世界先物取引業協会、日本: 日本商品清算機構

25



## JPX日経インデックス400の普及・定着

- JPX日経インデックス400は、日本取引所グループ(JPX)と日本経済新聞社が平成26年1月6日より算出を開始した、収益性やコーポレート・ガバナンス等に着目して選定された企業で構成された株価指数
- JPXでは、JPX日経インデックス400の普及促進のため、以下の取組みを実施
  - JPX日経インデックス400の先物取引を、平成26年11月より開始
  - 平成26年4月、GPIFにおいてパッシブ運用に組み入れられることが公表されたことを踏まえ、他の年金基金における活用に向けた取組みを積極的に推進
  - JPX日経インデックス400に連動する投信について、引き続き、運用業者とのライセンス契約締結を進めるなど、開発・普及を推進
 

(参考:本年4月17日現在、東証にETF5商品が上場、公募投信33商品の運用が開始されている。  
昨年9月、ロンドン証券取引所等においても、ETFが上場されたほか、その他の海外取引所においても上場が続いている)
  - 証券会社と共催で行う国内セミナーや、海外機関投資家への訪問時、指数の説明を実施

28

## 店頭デリバティブ取引に係る国際規制への対応

2015年9月現在

|                      | 導入時期                     | 義務対象取引                                                        | 義務対象者                                                                                                                                       | 今後の予定                                                                                           |
|----------------------|--------------------------|---------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 清算集中義務               | 2012年11月                 | ・円建金利スワップ<br>(変動金利の対象がLibor /ユーロ円Tibor)<br>・CDS(iTraxx Japan) | ・第1種金商業者<br>・登録金融機関である銀行、商工中金、政策投資銀行、農林中金、信金中金<br>(いずれも店頭デリバティブ取引残高1兆円以上)                                                                   | 【2015年12月】<br>・店頭デリバティブ取引残高が3,000億円以上の者に拡大<br>【2016年12月】<br>・登録金融機関である保険会社を追加<br>・信託勘定に属する取引を追加 |
| 取引情報保存・報告義務          | 2012年11月<br>(報告は2013年4月) | ・金利、為替、株式デリバティブ取引<br>(先渡、オプション、スワップ)<br>・信用デリバティブ取引<br>(CDS等) | ・第1種金商業者<br>・登録金融機関である銀行、保険会社、商工中金、政策投資銀行、農林中金、信金中金                                                                                         | —                                                                                               |
| 電子取引基盤の使用義務          | 2015年9月                  | ・円建金利スワップ                                                     | ・第1種金商業者<br>・登録金融機関である銀行、商工中金、政策投資銀行、農林中金、信金中金<br>(いずれも店頭デリバティブ取引残高6兆円以上)                                                                   | —                                                                                               |
| 証拠金規制 <sup>(注)</sup> | —                        | ・非清算店頭デリバティブ取引                                                | ・第1種金商業者<br>・登録金融機関である銀行、保険会社、商工中金、政策投資銀行、農林中金、信金中金<br>(変動証拠金:単体ベースで店頭デリバティブ取引残高3,000億円以上)<br>(当初証拠金:グループベースで非清算店頭デリバティブ取引等残高420兆円以上(段階適用)) | 各国における規制導入に向けた準備等の状況をも踏まえながら、総合的に判断                                                             |

(注)義務対象者及び義務対象取引については、2014年7月にパブリックコメントに付した案。導入時期については、パーゼル銀行監督委員会及び証券監督者国際機構は、2015年3月に報告書を改訂し、証拠金規制の導入に向けたスケジュールを9か月延期し、2016年9月1日より順次実施することとしたことから、金融庁としては、パブリックコメントにおいて本年12月としていた規制の導入時期を見直すこととしている。

29

# 5. 決済機能の強化とリスクの削減

30

## 決済期間の短縮化による決済リスク軽減【国債T+1】

### 1. 国債の決済期間の変遷

|             |                                     |
|-------------|-------------------------------------|
| 昭和61年 7月    | 月2回決済(20日、月末)から月3回決済(10日、20日、月末)へ移行 |
| 昭和62年 8月    | 五・十日決済(月6回決済)へ移行                    |
| 平成 8年 9月    | T+7のローリング決済へ移行                      |
| 平成 9年 4月    | T+3決済へ移行                            |
| 平成24年 4月    | T+2決済へ移行                            |
| 平成30年度(上半期) | T+1決済へ移行(予定)                        |

### 2. 主要国における国債取引の決済期間

|                       | 日本           | 米国           | 英国           | フランス             | ドイツ          |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|
| アウトライト取引<br>(GCLレポ取引) | T+2<br>(T+1) | T+1<br>(T+0) | T+1<br>(T+0) | T+2 (注)<br>(T+1) | T+2<br>(T+1) |

(注)短期国債(BTF)のアウトライト取引はT+1、GCLレポ取引はT+1

(出所)国債取引の決済期間の短縮(T+1)化に向けたグランドデザイン(平成26年11月26日)

31

35

## 決済期間の短縮化による決済リスク軽減【株式T+2】

### 1. 株式T+2化の実現により想定されるメリット

- ① 決済リスクの削減
- ② 資金効率の向上・担保負担の軽減
- ③ 業界全体としての決済事務の一層の合理化・効率化
- ④ 我が国市場の国際競争力の維持・向上

(出所)「株式決済期間短縮(T+2)に関する勉強会」報告書(平成27年3月17日)

### 2. 経緯

|          |                                           |
|----------|-------------------------------------------|
| 平成26年 8月 | 「株式決済期間短縮(T+2)に関する勉強会」設置<br>(証券業界における勉強会) |
| 平成27年 3月 | 「株式決済期間短縮(T+2)に関する勉強会」報告書 公表              |
| 平成27年 7月 | 「株式等の決済期間の短縮化に関する検討WG」設置                  |

32

## 決済期間の短縮化による決済リスク軽減【株式T+2】

### 3. 主要国における株式決済期間の状況

|         | 日本                  | 米国                            | 英国・フランス                                       |
|---------|---------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------|
| 現在の決済期間 | T+3                 | T+3                           | T+2                                           |
| T+2移行時期 | 検討中                 | 平成29年第3四半期                    | 平成26年10月                                      |
| 検討状況    | 平成27年7月 検討体としてWGを設置 | 平成27年6月 T+2実施時期を2017年第3四半期に決定 | 平成26年7月の欧州理事会で可決されたCSD規則に基づき、平成26年10月にT+2化を実施 |

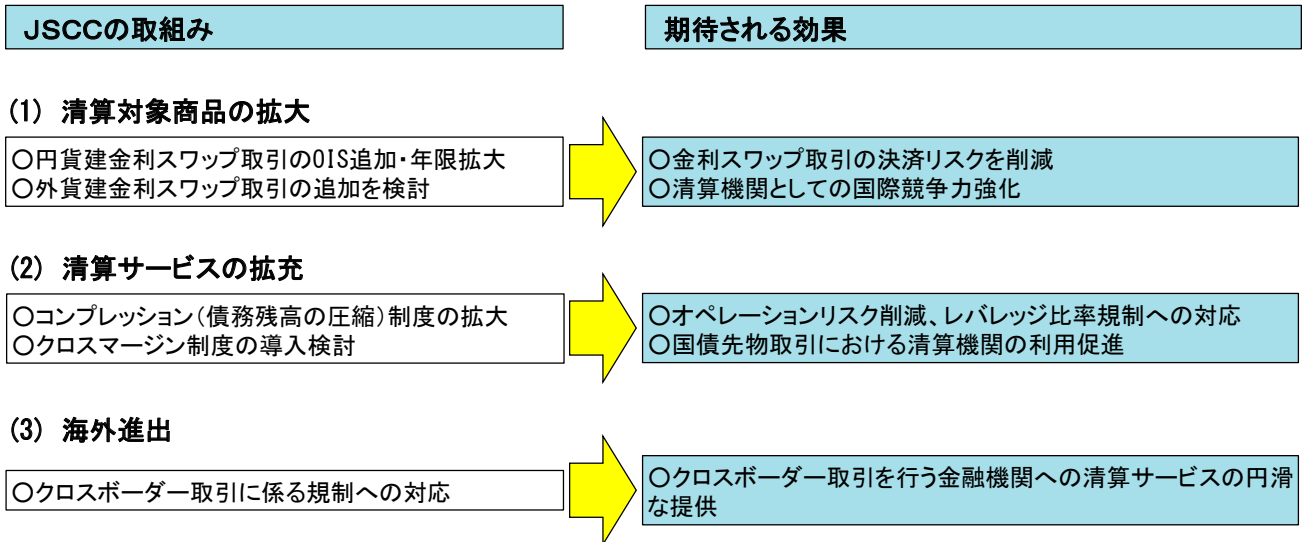
| ドイツ    | 香港     | シンガポール                                   | オーストラリア                                                                       |
|--------|--------|------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| T+2    | T+2    | T+3                                      | T+3                                                                           |
| 1970年代 | 平成4年6月 | 平成28年<br>(提案段階)                          | 平成28年3月<br>(提案段階)                                                             |
| —      | —      | 平成26年2月 シンガポール証券取引所がT+2化を提案<br>(具体策を検討中) | 平成26年2月 オーストラリア証券取引所がT+2化を提案<br>平成26年12月 検討体としてMarket Implementation Groupを設置 |

(出所)「株式決済期間短縮(T+2)に関する勉強会」報告書(平成27年3月17日)

33

## 清算機関の機能拡充 ～JSCCの取組み～

日本証券クリアリング機構(JSCC)においては、以下のとおり清算対象商品の拡大、清算サービスの拡充、海外進出などに取り組んでおり、決済リスクの削減や清算機関としての機能強化を図っている。



34

## 振替機関の機能拡充 ～ほふりの取組み～

### ○ 情報伝達サービスの拡充

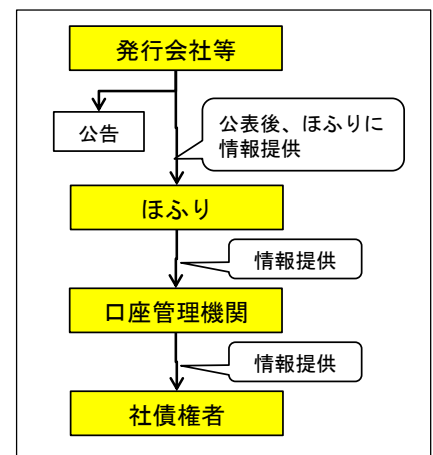
証券保管振替機構(以下「ほふり」という。)のインフラを利用して、社債権者に対して発行会社の情報を伝達するスキームを整備

#### (1) 目的

社債権者が発行会社等からの情報に基づき投資判断を行い、社債権者の意思を結集することが容易となるような環境を整備する。

#### (2) 提供情報

- ①社債権者集会の開催に関する情報
- ②デフォルトに関する情報
- ③社債要項に記載された社債権者に通知する必要がある事項に関する情報
- ④発行者の債務再編に関する情報
- ⑤その他、社債権者への通知が要望される情報



35

37

## 6. 市場構造をめぐる動きへの対応

36

### HFTの概況

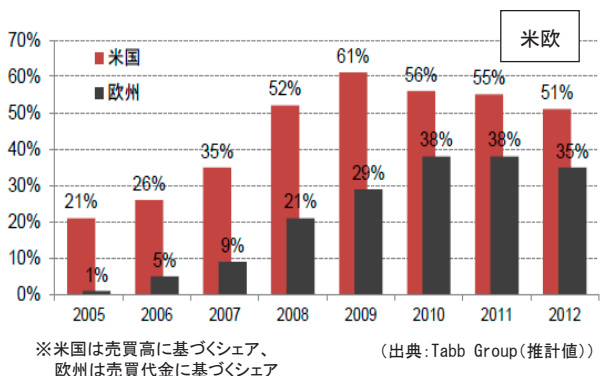
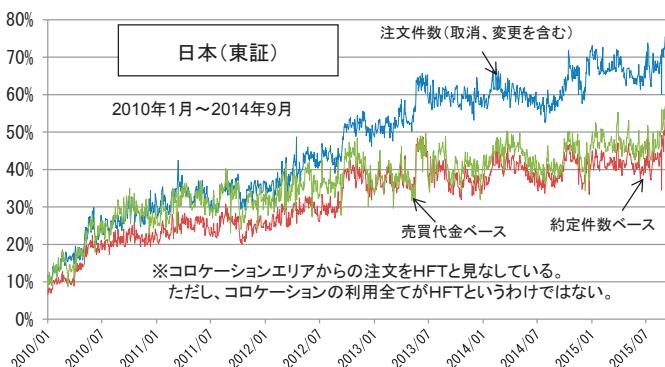
#### 1. HFT(High Frequency Trading)とは・・・

厳密な定義は存在しないが、一般的には、下記のような特徴を有する投資家層だと言われている。

(出所：CFTC and SEC(2010) “Preliminary Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010”)

- ① 注文の構築・発注・執行に関して、超高速且つ洗練されたコンピュータ・プログラムを利用していること
- ② ネットワークその他のレイテンシー(ある要求に対して応答するまでにかかる時間。時間遅延)を最小化させるため、取引所が提供するコロケーション・サービスや直結データ・サービスといった、各種のサービスを利用していること
- ③ 非常に短時間で、ポジションを構築したり、解消したりしていること
- ④ 大量の注文を発注し、短時間の後にそれらをキャンセルしていること
- ⑤ 一日の終わりの段階では、できる限りフラットなポジションとしていること(ヘッジしていない大きなポジションを翌日に持ち越さないこと)

#### 2. HFTの取引シェア





## HFTが市場に与える影響

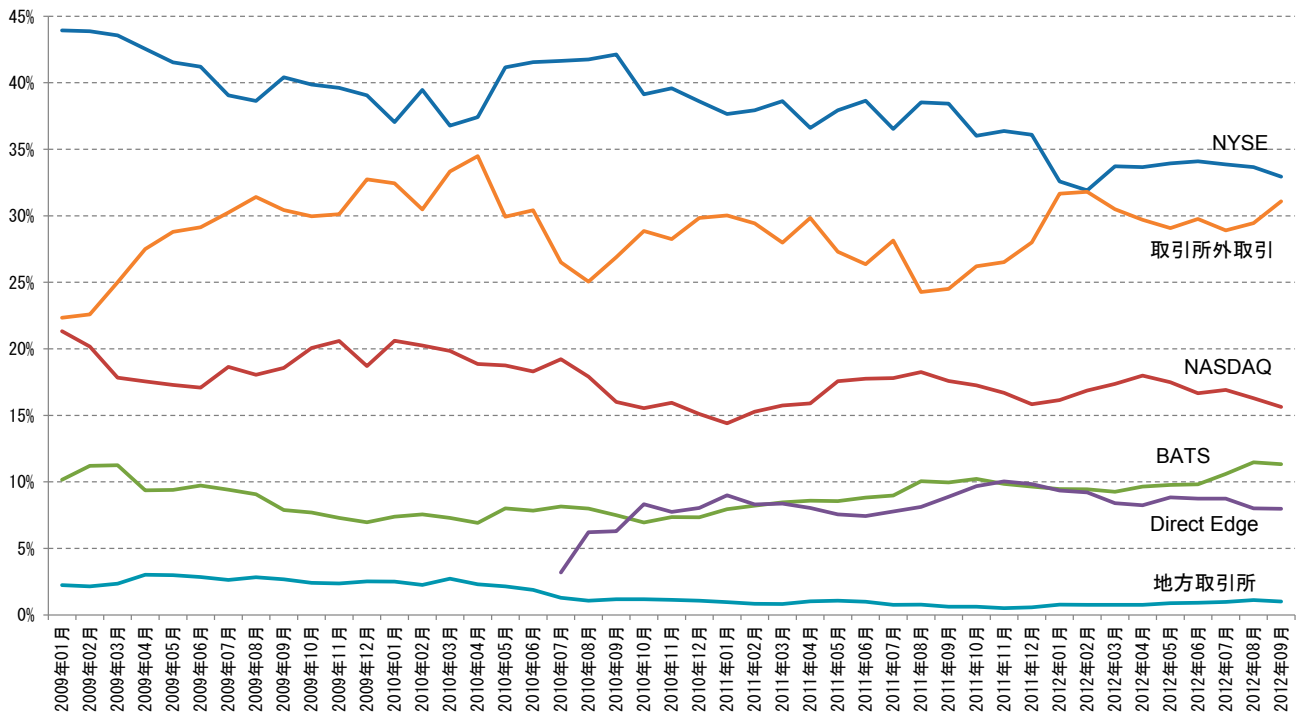
IOSCO(証券監督者国際機構)がまとめた報告書「技術革新が市場の健全性・効率性に及ぼす影響により生じる規制上の課題」(2011年10月)では、HFTが市場に与える影響について、各種の学術研究等を踏まえ、下記の通り整理されている。

|         | 良い面                                                                                           | 悪い面                                                                                           |
|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 価格発見機能  | HFTは市場情報を高速で取り込むこと等により、価格発見機能の効率性を向上させる。<br>(特に、市場が分断された(同一の商品・銘柄等が複数の市場でバラバラに取引されている)環境において) | HFTが取り込むのは、専ら、市場情報とマクロ経済情報であって、個別企業のファンダメンタル分析ではない。                                           |
| 流動性     | HFTによって市場の流動性が高まる。                                                                            | HFTが提供する流動性の質に問題がある。HFTは、市場環境が悪化するとすぐに引き上げる。マーケット・メイカー的な機能を実質的に果たしているとしても、正式に義務が課されているわけではない。 |
| ボラティリティ | HFTは、少なくともノーマルな市場環境の下では、市場のボラティリティを安定させている。                                                   | HFTは、市場のボラティリティにマイナスの影響を及ぼしている。                                                               |

38

## 米国における各取引市場のシェアの推移

JPX作成資料



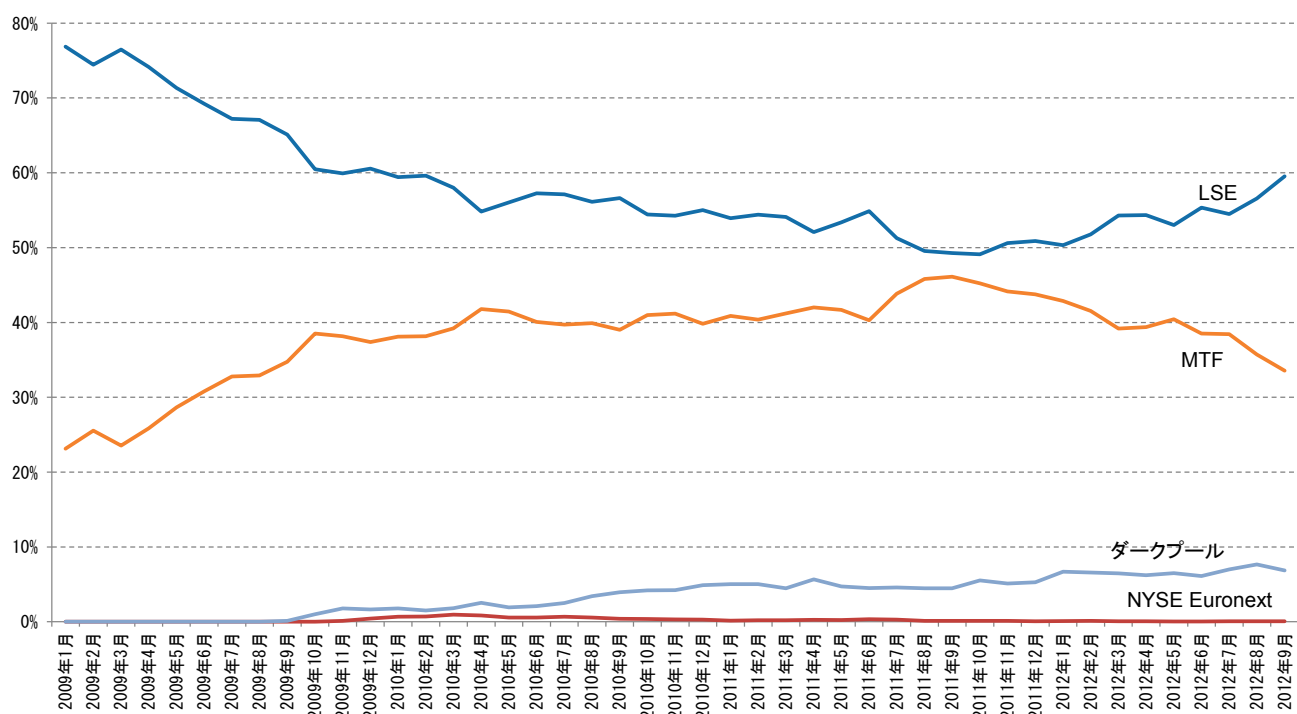
※ NYSE上場銘柄の各取引市場における売買代金シェア(月間合計)を示す。  
 ※ 取引所グループごとにまとめて集計している(例:NYSEにはNYSE、NYSE Arca、NYSE MKTを含む)。  
 ※ 取引所外取引にはダークプールを含む。

39

39

### 欧州における各取引所シェアの推移

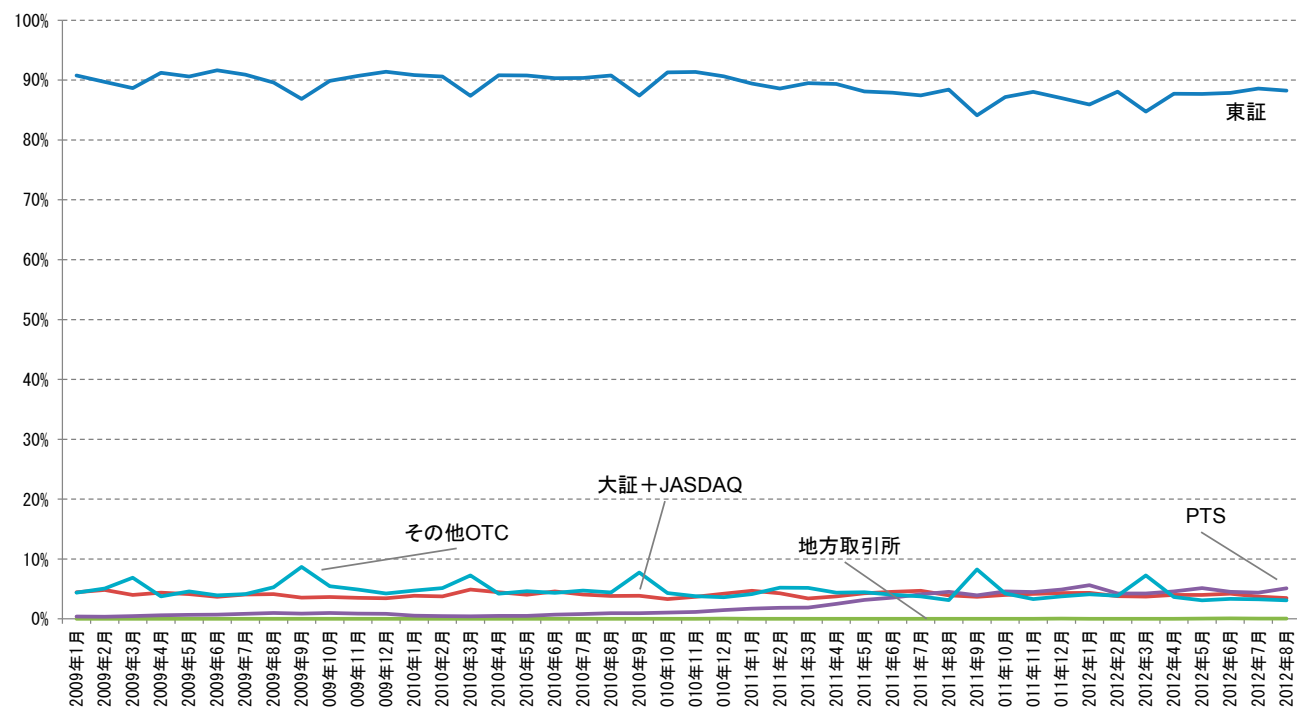
JPX作成資料



※ FTSE100構成銘柄の各取引市場における売買代金シェア(月間合計)を示す。  
 ※ 取引所グループごとにまとめて集計している(例:LSEにはロンドン証券取引所、ミラノ証券取引所を含む)。

### 日本における各取引市場のシェアの推移

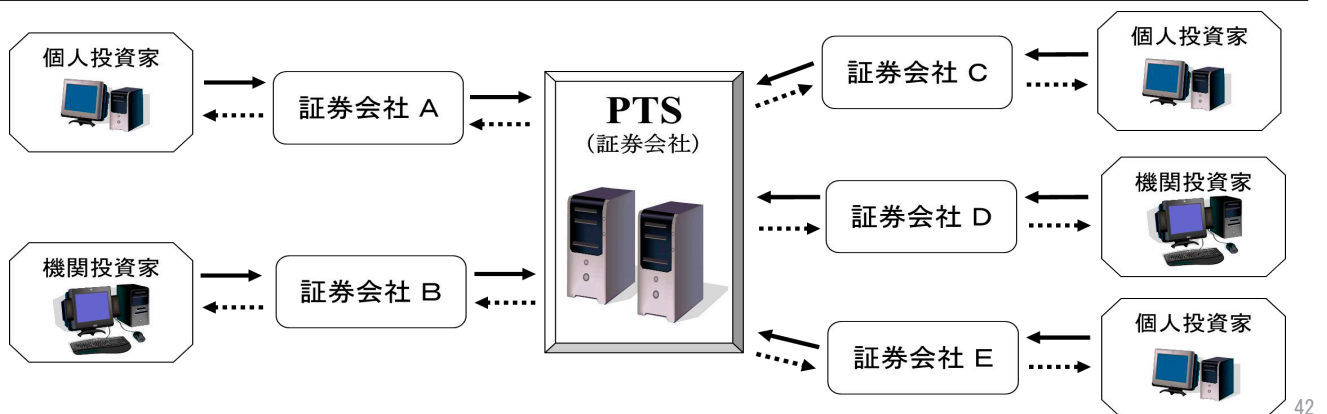
JPX作成資料



※ 取引所上場銘柄の各取引市場における売買代金シェア(月間合計)を示す。  
 ※ ダークプールはToSTNeT取引として、東証の中に含まれている。

## PTS(Proprietary Trading System:私設取引システム)制度

- PTSとは、電子情報処理組織を利用して、同時に多数の者を相手に、有価証券の売買等を集団的・組織的に行うもので、金融商品取引法における金融商品取引業として位置付けられ、認可制となっている。金融システム改革法(平成10年12月施行)により、取引所集中義務の撤廃と併せて導入された。
- PTSの価格決定方法
  - ・顧客注文対当方式：顧客の指値注文同士を付け合せて約定させる方式
  - ・売買気配提示方式：証券会社等が複数の気配値を提示し、顧客の注文に応じて売買を行う方式
  - ・顧客間交渉方式：価格、数量等を顧客間で交渉し、合意した場合に約定させる方式
  - ・市場価格売買方式：取引所における売買価格を用いる方式
  - ・競売買方式：取引所取引と同様にオークションによる取引を行う方式
- PTSの運業者
  - ・株式：2社（SBIジャパンネクスト、チャイエックス・ジャパン）
  - ・債券：6社（エンサイドットコム、ジェイ・ボンド東短、セントラル東短、トレードウェブ、日本相互、ブルームバーグ）



42

### ダーク・プールとは

JPX作成資料

#### 米国におけるダーク・プールの定義と規制

- ・ ダーク・プールに関する厳密な定義はないものの、一般にはブローカー・ディーラーが顧客(投資家)から受託した売買注文を取引所市場に回送せず、自社の自己勘定注文と、或いは顧客注文同士で対当させ、約定させる仕組みを指すものとされる。
- ・ 事前の気配情報が仕組みを運営するブローカー・ディーラーの顧客以外には公表されず、また、事後的にしかその約定情報の一部を把握できないという特徴、つまり取引に関する情報が一般には明らかでないことから、ダーク・プールという呼称が用いられている。
- ・ 連邦証券諸法上では代替取引システム(ATS)に分類されており、その情報開示などについては、原則として、1998年12月にSECが採択したレギュレーションATSに従うものとされている。なお、ECN(旧BATS Trading ECNや旧Direct Edge ECN)についても連邦証券諸法上はATSに分類される。



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例

2015年12月25日(金) 15:00~16:53

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 飯田 | 秀総 | 神戸大学大学院法学研究科准教授     |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授      |
| 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 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授          |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)      |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部准教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院法学研究科准教授     |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授     |
| 山下 | 友信 | 同志社大学大学院司法研究科教授     |

【報 告】

米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例

神戸大学大学院法学研究科准教授

飯 田 秀 総

目 次

|                                |                      |
|--------------------------------|----------------------|
| I. 報告の目的                       | 4. 小括                |
| II. 米国 SEC 規則 10b5-1           | IV. Regulation FD    |
| 1. 制定の背景：保有か利用か                | 1. 制定の背景             |
| 2. ルールの内容                      | 2. ルールの内容            |
| 3. その後の展開                      | 3. 副作用と過小規制のおそれ      |
| 4. 日本法（平成 27 年改正による取引規制府令）との比較 | 4. 情報伝達者・情報受領者       |
| III. 米国 SEC 規則 10b5-2          | 5. アナリストに関するルールの拡張傾向 |
| 1. 制定の背景                       | 6. 日本法との比較           |
| 2. ルールの内容                      | V. むすび               |
| 3. その後の判例                      | 討論                   |

○森田 時間が参りましたので、金融商品取引法研究会を開催したいと思います。

本日は、「米国 SEC 規則 10b-5 に関する最近の判例」というテーマで、神戸大学の飯田先生にご報告をお願いいたします。

よろしく願います。

○飯田

I. 報告の目的

本報告では、日本のインサイダー取引規制とそれに関連する情報開示のあり方を見直す必要があるのではないかとといった問題の解明に向けての基礎的な作業として、米国におけるインサイダー取引規制を比較法的に研究し、米国の理解を深めることを目的とします。

このようなテーマになった理由としては、昨年 12 月に森田先生のご報告がありまして、その後に

森田先生から、米国 SEC 規則の 10b5-1 や 10b5-2 といったものもあるから、それらについて勉強するようにというご依頼があり、それに基づいて私が報告させていただき役割と認識しましたので、報告させていただきます。

ですから、「最近」と言っていますが、これは 2000 年以降ということになりますし、「米国 SEC 規則 10b-5 に関する」と言っていますが、その中のインサイダー取引規制に関して、という限定がかかることになります。

レジュメを全て読み上げますと、時間を超過しますから、適宜省略しながら進めていきたいと思ひます。

II. 米国 SEC 規則 10b5-1

1. 制定の背景：保有か利用か
- (1) 問題の所在

米国のインサイダー取引規制は、詐欺の要素に由来しますから、未公表の重要情報を意図的に利用して個人的な利益を得るといったケースが、典型的なインサイダー取引に該当することになります。ところが、インサイダー取引の要件として、内部者が未公表の重要情報を「利用」したことが必要だとしますと、規制の実効性に問題があり得ることになります。すなわち、違反者として訴えられた被告（刑事事件ならば被告人）は、情報を利用していないという抗弁、つまり、確かに未公表の重要情報を保有はしていたけれども、その情報を保有していたから売買の取引をしたのではなくて、別の理由から取引をしたという抗弁を主張できてしまうということです。

例えば Adler 判決（SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998)）ですが、取締役が取締役会で会社の財務状態について悲観的なニュースを知ったけれども、それ以前から、運送事業を始める息子にトラックを買うために株式を売却する予定があったのであって、当該情報と取引の間には因果関係はないと主張されたというのが、そのような例ということになります。

このように、内部者が取引をする際に、未公開の重要情報を単に持っただけであって、その情報を利用していないときは、インサイダー取引に該当しないと考えるのか。これを以下、「利用基準」といいます。それとも、情報を持っていればインサイダー取引に該当することになるのか。これを「保有基準」と呼びますが、こうした論点があります。

インサイダー取引規制を形成してきた最高裁判例においては、「利用基準」を示唆していると読めるような言葉遣いのものが多かったと言うことはできます。しかしながら、それらの判例はこの論点を正面から論じるものではありませんでしたから、連邦最高裁の立場は明確ではなかったということになります。

## （2） 利用基準を採用する例

前述の Adler 判決において、第 11 巡回区控訴裁

判所は利用基準を採用しました。

その理由として、第 1 に、保有基準では、詐欺の要素を含まないケースをも含んでしまって、詐欺の要素を要件とする取引所法 10 条(b)項・米国 SEC 規則 10b-5（以下「規則 10b-5」という）の文言と整合的でないからということ。第 2 に、未公表の重要情報を保有しながら取引を行ったという事実があれば、その情報を「利用」したという事実についても事実上の推定ができるから、SEC の立証の困難という問題は緩和できる、といったことが挙げられていました。

また、刑事事件である Smith 判決（United States v. Smith, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998)）においても、利用基準が採用されていました。そこでは、前述の Adler 判決とは違って、立証責任の転換や推認はなされずに、利用の事実を政府が立証しなければならぬというふうにされていました。

## （3） 保有基準を採用する例

これに対して、SEC は保有基準という考え方を採用していました。

裁判例においても、保有基準を採用するものがありました。その理由の一つとして、未公表の重要情報を保有している場合、その情報に基づいて取引を行うかもしれないし、以前に決めていた取引を変更するかもしれないし、あるいは公表情報だけ保有していたのであれば取引を変更したであろう場合であっても、その取引を実行するかもしれないし、あるいは何もしないかもしれないのであって、利用基準に従うと、合法的取引と違法な取引の区別が困難になるというようなことが指摘されていました。

## 2. ルールの内容

### （1） 保有基準の採用の趣旨

このように、裁判例も分かれてきたということでありまして、それを踏まえて、2000 年に、基本的には保有基準に従った米国 SEC 規則 10b5-1（以下「規則 10b5-1」という）が制定されました。

SECが保有基準を採用した理由としては、利用基準よりも保有基準のほうが投資家の市場の高潔性(integrity)をより効果的に保護することができるし、また、内部情報を知っている投資家が投資判断をなす際にその情報を不可避的に使ってしまうという常識を反映するものだからだとしています。

## (2) 禁止行為

この規則の内容については、資料2をごらんいただければと思います。規則10b5-1については、1ページの真ん中のあたりからになります。

規則10b5-1(a)項においては、取引所法10条(b)項・規則10b-5で禁止される行為には次のものが含まれるということで、未公表の重要情報に「基づいて(on the basis of)」ということが重要になりますけれども、情報に基づいて発行者の証券の売買をし、証券の発行者、もしくは株主または未公表の重要情報の情報源であるその他の者に対して直接、間接または派生的に負う信頼義務(duty of trust and confidence)に違反することを含む、と規定しています。

## (3) 情報に「基づいて」の意義

そして、規則10b5-1(b)項において、その「基づいて」ということについての定義があり、その者が売買するときに未公表の重要情報を知って売買したことである、と定義して、ここで保有基準を採用したと言えることとなります。

## (4) 「基づいて」に該当しない類型の定義

### ア 知る前計画

規則10b5-1(c)項において、(b)項の例外というように形で規定がなされています。したがって、規則10b5-1が保有基準を採用したというのは、かぎ括弧付きの意味合いが強く、実際のところは、利用基準との違いはごくわずかなものでしかないと評価されています。

すなわち、(b)項の例外として、「基づいて」に該当しない場合を(c)項において規定されていま

して、次の(A)(B)(C)の3つの要件のすべてに該当すると、インサイダー取引規制の対象外ということになります。

(A) 情報を知る前に、①証券の売買契約を締結したか、②自己の計算(account)で証券の売買をするように第三者に指示したか、または、③証券取引の書面化された計画を採用したこと。

(B) (A)の契約、指示、または計画が、①売買の数量、価格及び日付を特定しているか、②売買の数量、価格及び日付を決定するための書面化された方式・アルゴリズムまたはコンピュータプログラムを含んでいるか、または、③いつ、どのように売買を実行するか、そもそも実行するかについて事後的な影響力を行使することを許さないものであること(ただし、契約、指示または計画に従ってそのような影響力を行使する第三者が、その際に未公表の重要情報を知っていた場合は除く)。

(C) 実際に行われた売買が、契約、指示または計画に従っていること。ただし、契約、指示または計画をした者が、その契約、指示または計画を変更もしくは逸脱した場合、または、その証券に関してヘッジする取引またはポジションを変更した場合、売買は、「契約、指示または計画に従って」行われていないこととする。

この適用除外規定は、契約、指示または計画が善意で行われた場合に限って適用され、本条の禁止を逃れるための、また公的な計画等で行われたときには適用しないということも書かれています(規則10b5-1(1)(ii))。

このルールについては、個人と法人の両方に適用されることとなります。

### イ 法人特有の適用除外

この規則10b5-1には、さらに法人についてのみ利用できる適用除外規定もあります。それは、次の2つの要件を満たせば、未公表の重要情報に基づいて証券の売買を行ったことにはならないというものです。その第1は、法人を代表して証券の売買の投資決定をなした個人が情報を知らなかつ



たこと、第2は、投資決定を行う個人が未公表の重要情報に基づく取引を禁止する法に違反しないようにするための合理的な方針および手続を、法人がその事業の性質を考慮に入れながら定めていることです。

#### (5) 知る前計画と信認義務の関係

なお、学説からは、特にこの議論の対象は、このうちの2つ——知る前計画と法人特有の適用除外という項目で言うと、知る前計画のほうに集中していきまして、規則 10b5-1 における知る前計画の適用除外というのは、信認義務の観点からは説明できないのではないかと指摘がなされています。なぜかという、信認義務においては、取締役が情報を保有しているのであれば、その取引がその情報の取得前に計画されたものであるかどうかを問わずに、株主に対して開示しなければならないからだと指摘するものがあります。

### 3. その後の展開

#### (1) 無視をする裁判例があること

規則 10b5-1 が制定されましたけれども、これを完全に無視する裁判例もあります。例えば、第8巡回区控訴裁判所の Anderson 判決 (United States v. Anderson, 533 F. 3d 623 (8th Cir. Minn. 2008)) は、利用基準を採用していきまして、この裁判例においては、規則 10b5-1 には全く言及されていません。

このような裁判例がある背景には、詐欺の要素を必ずしも要求しないような解釈、つまり、保有基準を前提に SEC が規則を定めたとしても、それは取引所法 10 条 (b) 項で与えられた SEC の規則制定権限を逸脱するという考えがあるのではないかと指摘がなされています。

#### (2) 10b5-1 計画 (知る前計画) の使用例

内部者は、規則 10b5-1 を使った計画を非常によく使っているという話でして、自社の株式を売買する際に、規則 10b5-1 の適用除外規定に従っているケースが多いと言われています。このような売

買に際して用いられる規則 10b5-1 に従った計画のことを、以下「10b5-1 計画」ということにしますが、この 10b5-1 計画を利用する実務は広く普及しているようでして、毎年何百億ドルという単位で取引が行われているそうです。

そして、10b5-1 計画は、株式の売却の際に用いられることがデータ上は圧倒的に多い。購入ではなくて売却だということです。その背景事情としては、米国の場合、役員報酬に占めるエクイティ報酬の割合が高く、役員が自社の株式を多く保有しており、それを現金化するために市場で売却したいというニーズが強くて、10b5-1 計画はまさにそのようなニーズを満たすものとしてよく活用されているのだという説明がよくされています。

10b5-1 計画としてよく使用されているものには2種類がありまして、第1の類型が、ブローカーに売却の日程や量について裁量を与えるというタイプのもので (Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3))。この場合は、内部者は、委託したブローカーがいつ売却するのか、そのタイミングを知らないことになりまますから、濫用のおそれは小さいということになります。

第2の類型は、ブローカーに対してそのような裁量を与えないというものです。この場合には、次のような形で濫用のおそれがあるのではないかとすることがかなり盛んに議論されています。

#### (3) 10b5-1 計画の濫用

10b5-1 計画に基づいて取引を行った内部者たちは、ある研究によれば、統計的に有意に高い収益率を上げているということです。ですから、本条は結局、インサイダー取引を抑止する機能としては不十分であるという問題が提起されています。内部者がこの 10b5-1 計画を使ってもうけているのではないかと話です。この問題は、ウォール・ストリート・ジャーナルでも報道されたり、あるいはその記事が特集されたりして、社会的にも有名になっているようです。

規制の穴として指摘されていることが幾つかあります。第1に、10b5-1 計画がそもそもあるとい

うこと自体、あるいはその存在は開示していても、その内容については開示していないということがありまして、計画や内容について開示する義務がそもそも法律上課されていないということです。

第2に、計画をいつでも中止することができること。これは例えば、株価が上昇することを事後的に知った、しかし計画に従った売却はこれからであるというときに、その計画に従った売却を中止することができるということになります。中止することができますと、要するに株価はこれから上がるというわけですから、安い価格で売のを防ぐことが結果的にできてしまうということになります。そのようなことが果たして違反にならないのかというと、これはSECのQ&Aにも出てきますけれども、売買が中止されてしまうと、売買は行われていないことになるから、インサイダー取引にはおよそ当たらないということになっています。

第3に、未公表の重要情報を保有する直前につくった計画でも規則10b5-1で保護されるということ、第4に、計画をつくっていても、計画外で取引をすることもできてしまう、といったことが指摘されています。

さらに、ほかの問題点としては、内部者は、会社のニュースを発表するタイミングをコントロールできますから、10b5-1計画による売却の前に、会社のよいニュースを発表して株価が上がる、会社の悪い情報は自分が売った後に発表するというようなインセンティブを持つし、そのようにニュースの発表のタイミングをコントロールすることについては、売却のタイミングを変更したわけではないので、規則10b5-1には違反しない、ということが指摘されているところです。

#### (4) 10b5-1計画の自発的な開示

開示の義務はないわけですが、実は自発的に開示するケースも少なからずありまして、10b5-1計画の開示というのは、現状では任意に行われることがあります。その開示の程度については2つのタイプがありまして、それを示したのが

資料3と資料4です。

まず、資料3のタイプですけれども、中身は紹介しませんが、大まかに何が書いてあるかといいますと、10b5-1計画を採用したという事実のみを開示するものということになります。これに対して資料4においては、その事実に加えて、表があることから明らかなおお、取引の予定日、売買の数量、計画の期間、そして指値の場合にはその価格をも開示するものがあるということになっています。

この計画を調べた研究によりますと(Henderson, Jagolinzer and Muller (2015))、これらの開示された10b5-1計画に従った取引の直後に株価が下落する傾向があり、内部者がその下落直前の高値で売り抜けて利益を得ているものが相当数含まれているのではないかと指摘がなされています。また、開示されていないけれども10b5-1計画に従っているのではないかとこの研究者たちが推測している取引等についても調べていまして、その取引の直後には株価が下落する傾向はないということです。そうだとしますと、同じ10b5-1計画に従っている売買であっても、開示するものと開示しないものがある、開示するものはどうも何か怪しげであるということです。そうだとすると、株価下落のニュースを知っている内部者が合法的に利益を上げるために10b5-1計画を活用し、しかも10b5-1計画をあえて開示することによって別のメリットを受けている。つまり、その後の不実開示に基づく損害賠償の訴訟リスクを減らす目的で自発的に開示されているケースがあるのではないかと、この研究論文では主張されています。

ここで、今申し上げた訴訟リスクの話ですが、投資家による私的訴訟において、不実開示についてサイエンターがあったことを立証する必要があるわけですが、そのときに、内部者によるインサイダー取引が行われたのだという事実を不実開示のサイエンターの状況証拠として提出されることが多いという事情があります。

例えば、2003年の例(Wietschner v. Monterey Pasta Co., 294 F. Supp. 2d 1102 (N.D. Cal. 2003))

を出しますと、不実開示の損害賠償訴訟において、原告が被告のサイエンターの証拠として、被告が株式を売却したのがポジティブなニュースを開示した後で、楽観的な見通しを引き下げる公表の前だったということを主張しました。ですから、これは自分たちが金もうけをするために何か悪いことをしたのではないかと主張ですけれども、それに対して裁判所は、その株式の売却は 10b5-1 計画に従ったものであり、事前に計画されていて疑わしいものではないと述べて、原告の主張を退けました。

このように、不実開示に関する損害賠償請求訴訟において、発行会社の役員が行った取引が 10b5-1 計画に従っていれば、その取引はサイエンターを強く推認させる事実には該当しないという形で、特に訴状却下の段階で既に開示されている公知の事実であるという形で援用してきて、被告の反証活動に広く活用されているのではないかとこのようなことが指摘されています。

この 10b5-1 計画については、実はあまり判例はなく、むしろ不実開示のサイエンターの証拠として、被告は高値で売り抜けたのではないかと主張に対し、いや、10b5-1 計画に従っているから問題なしという形で裁判例に登場するということです。

#### (5) 改正提案

したがって、このようなことは問題であると考えられる見解からは、学説によって提案されているというレベルですけれども、改正提案が出されています。

SEC 自体も 10b5-1 計画の悪用のおそれというのを大分前から認識していたでありまして、2000 年に規則 10b5-1 が制定されましたけれども、2002 年の段階において、規則 10b5-1 の契約指示または計画の採用、修正、それから終了を開示事項に含める開示義務を課すべきだという提案をしていました。

ただし、この提案は実現しなかったということでありまして、その後特に再提案等の動きもあり

ません。したがって、法律あるいは規則には、その後一切動きがないということになります。

学説等で提案されている規則の改善案は次のようなもので、先ほど述べた規制の穴を埋めるというようなタイプのものです。第 1 に、10b5-1 計画の適用除外を廃止する。第 2 に、10b5-1 計画を開示させる。第 3 に、10b5-1 計画の導入と取引の間に時間的間隔をあけさせる。これは、例えば内部者が実際に売却の注文を出すという直前に 10b5-1 計画を導入して、あたかも 10b5-1 計画に従った売却であるという偽装をすることが、現状ではやりやすいのではないかと、もちろん、情報を知った後につくった計画であれば、それは違法なわけですけれども、その違法か合法かという区別が客観的にはつきにくいということから、時間的間隔をあけさせたほうがよいのではないかと提案です。第 4 に、計画の頻繁な修正や中止を防止するといったことも提案されています。

第 4 の点については、例えば 10b5-1 計画の中止については、未公表の重要情報を知らない状態になるまでは認めない。つまり、未公表の重要情報を知っているときには 10b5-1 計画の中止はできない、禁止すべきだという提案もなされています。

本日の話から逸れますけれども、EU の 2014 年の市場濫用指令や市場濫用規則の定義においては、このようなことは禁止することとして、この提案のような形のものが採用されています。

ただ、このような提案に対しては、慎重な意見もありまして、例えば開示に関して言えば、10b5-1 計画の開示自体は市場にとって有益な情報ではないから、開示義務を課すのはいかなものか、といったことです。もしそれが有益な情報だとしますと、それは計画の作成時に内部者が未公表の重要情報を知っているということを前提とすることになってしまって、それは規則 10b5-1 違反の場合であると。また、内部者が株式を売却する内容の 10b5-1 計画が開示されてしまいますと、その会社にネガティブな情報があると市場が誤解して、市場の売りを招くおそれもあって、むしろ 10b5-1 計画の開示は誤解を招くおそれがある望ましくな

いのではないかという見解もあります。

また、10b5-1計画を中止することの制限については、エクイティ報酬の魅力が減らすことになって、会社や株主のコスト増につながるということも指摘されています。

#### 4. 日本法（平成27年改正による取引規制府令）との比較

日本法との比較を簡単にさせていただきますけれども、平成27年改正後の話ということですが、日本法では、会社関係者がその立場のゆえに未公表の重要事実を知って有価証券等の売買等を行うことは禁止されていますから（金融商品取引法（以下「金商法」という）166条1項）、保有基準に分類することができる点で、規則10b5-1と基本的には同じということになります。

また、日本法でも、知る前契約・計画が規制の対象外となるという包括的な規定が平成27年改正で導入されましたから（金商法166条6項12号・有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「取引規制府令」という）59条、金商法167条5項14号・取引規制府令63条）、保有基準を基礎としつつ、情報を利用していないと言える類型をインサイダー取引規制の対象としないという点も、規則10b5-1と同様です。

資料5の2ページから3ページにかけて、平成27年改正後の取引規制府令59条の条文があります。この59条14号においては、要件が3つ出てきて、これは極めて規則10b5-1と似ています。第1の要件が、未公表の重要事実を知る前に締結・決定された契約や計画が存在し、それに従って売買等が執行されること（同号イ）。第2は、契約・計画が作成された日付を証明する措置を講じたこと（同号ロ）で、これは日本独自ということになります。第3は、裁量性の排除のために、売買等の具体的な内容（売買等の別、銘柄、期日、当該期日における売買等の総額または数）があらかじめ特定されている、あるいは定められた裁量の余地がない方式により決定されること（同号ハ）、ということになっています。

先ほど日本独自だと言いました第2の要件の日付に関する措置については、方法として次の3つの選択肢があります。（1）契約・計画の写しが第一種金融商品取引業者に提出され、その日付について業者による確認を受ける。（2）金融商品取引業者が契約を締結・計画を決定した場合には、その契約・計画に確定日付を付す。（3）契約・計画を166条4項の措置に準じて公衆の縦覧に供する。

これを規則10b5-1と比較すると、第1と第3の要件は規則10b5-1と同様であり、第2の要件は、日本法がより厳格なものになっていると言えます。

ただ、米国法で指摘されていた問題点に関しては、日本法でも同じような穴があいているというふうには言えるかもしれません。すなわち、第1に、契約・計画の公表義務が課されていない。日付の確定の措置として任意に公表することができますけれども、公表が義務付けられているわけではないことに変わりはありません。

第2に、計画を中止しても違法ではないという前提でルールがつけられています。脱法的な行為については、14号ハの「裁量の余地がない方式により決定されること」に該当しないとすることで対処することを前提としているようです。このような脱法行為を許さないとする解釈方針は、規則10b5-1でも同様ということになります。

第3に、契約・計画の作成日から取引日までの間隔といったものは要件となっていませんから、その間隔を短期間とすることも可能です。

したがって、知る前契約・計画の規律は、規則10b5-1と同様の状況にあると言えます。将来、日本の会社においてエクイティ報酬が増えていった場合には、米国で起きているのと同様の事態が起きる可能性はあると思われます。

なお、日本法では日付の操作ができないようにする措置が要求されていますけれども、例えば知る前計画が公表されていても取引を中止できることには変わりはないわけですから、米国の状況と大きく異ならないように思われます。これにつ

いては、これからの話ですから、今後の展開を注視していく必要があるということで、規則 10b5-1 については以上ということになります。

### Ⅲ. 米国 SEC 規則 10b5-2

#### 1. 制定の背景

米国 SEC 規則 10b5-2 (以下「規則 10b5-2」という) も同じく 2000 年に制定されたものです。これは不正流用理論の話が発展してきたというところで、それでは信頼義務はいかなる場合に生じるのかということ、例えば夫婦間でも信頼義務が生じるのかということが問題となって、この点を明確にするために規則 10b5-2 が制定されたということです。

#### 2. ルールの内容

##### (1) 信頼義務が認められる 3 類型

この規則 10b5-2 においては、少なくとも次の 3 つの場合には信頼義務があると規定しています。第 1 が、ある者が情報の機密性を維持することに合意した場合。第 2 が、未公表の重要情報を伝達する者と伝達を受けた者との間に機密を共有するという来歴、行動様式または慣行を有しているために、情報の受領者が、情報の伝達者が情報の受領者にその機密を維持するだろうと期待していることを知っているか、合理的に知るべきである場合。第 3 に、ある者が、その配偶者・親・子ども・兄弟から未公表の重要情報を受け取るまたは取得する場合、ということになります。

ただし、機密を共有し維持するという当事者の来歴、行動様式または慣行がなく、かつ情報の機密性を維持するという合意・理解がないことを理由に、その情報源である者がその情報の伝達を受けた者に対して情報の機密性を維持することを期待しているということを、その情報の伝達を受けた者が知らず、また合理的に知るべきだったとは言えないことを立証することによって、その情報について信頼義務がなかったことを証明する場合はこの限りではないということです。

#### (2) 学説からの批判

規則 10b5-2 については、SEC が判例法理よりもインサイダー取引規制の範囲を拡張しているのではないかという疑問が提起されています。第 1 に、判例においては、信認・信頼義務を証明するためには、信頼「および」秘密にする関係 (a relationship of trust and confidence) を要件としていたのに対して、規則 10b5-2 では信頼「または」秘密にする関係を要件としているからであるということが指摘されています。

より重要なのはこの次でして、規則 10b5-2 においては、守秘義務契約を締結していれば、不正流用理論の適用を受ける——先ほどの類型で言えば第 1 の類型ですが——ということになりますから、そのような契約当事者の関係は信認関係とは異なっていて、従来、信認義務を発生させるようなものではないと学説では考えられている、といった批判がなされているところです。

#### 3. その後の判例

このような学説の批判はありますけれども、拡張的な形で十分に適用されてきているという話です。

##### (1) 機密の共有の来歴

まず、何について秘密にするかということですが、事業に関係しないような個人的な情報について秘密にするという来歴、行動様式または慣行があるということで、その当事者間には信頼義務が発生するのだということを明らかにした裁判例があります。

事案は、アルコールリクス・アノニマスの会合で友人になった者同士の会話として、自社の売却の業務のプレッシャーで飲酒の衝動に駆られたという話を聞き、当該会社の株式を売買した友人にインサイダー取引が成立するのかが争点となったというものです (United States v. McGee, 763 F.3d 304, 317 (3d Cir. Pa. 2014) )。これについて、第 3 巡回区控訴裁判所は、酒に溺れないようにするためのさまざまな個人的な情報をやりとりして、それを秘密として保持する来歴、行動様

式または慣行があるから、規則10b5-2の信託義務が発生するとしました。

## (2) 規制範囲の拡張傾向

規則10b5-2について、この規則が果たして有効なのかという疑問の余地が指摘されています。1991年に出たChestman判決(United States v. Chestman, 947 F.2d 551 (2d Cir. N.Y. 1991))においては、不正流用理論で問題となる信託関係(relationship of trust and confidence)は、信託関係(fiduciary relationship)と類似してはならず、信託関係と機能的に同等なもの(functional equivalent)でなければならないとしていました。ところが、規則10b5-2では、秘密にすることの合意があれば信託関係があるとしていますから、Chestman判決の議論よりも広い概念として信託関係が位置付けられてしまっているからです。ただ、2010年の連邦地裁のものですけれども、規則10b5-2は合憲であるとする裁判例もあります(U.S. v. Corbin, 729 F. Supp. 2d 607, 619 (S.D.N.Y. 2010))。

最近のケースで規制範囲の拡張傾向を示すものとして、例えば、会社がいわゆるPIPE(Private Investment in Public Equity)による私募をするから、ある株主に引き受けてほしくて、会社のほうからその私募のことを告げたところ、その株主はその資金調達によって株主の価値が希釈化すると考えて、会社に対しては「釘づけにされてしまった。株を売れない」と言いつつも、結局は株を売り抜けて、その後会社が資金調達について公表すると株価は下落したという事例について、その株主による売却がインサイダー取引規制の対象とした裁判例があります(SEC v. Cuban, 634 F. Supp. 2d 713 (N.D. Tex. 2009))。

この裁判例に対しては、被告は情報を自ら探していたわけではなくて、むしろ会社から情報を通知されてしまったにすぎない、そういう事案であるにもかかわらず、インサイダー取引規制の対象としていることについて、学説では、規則10b-5の拡張であるというふうな形で批判する見解もあ

るということです。

また、ほかの例として、ハッキングによる情報の入手をした者についてもインサイダー取引に該当するとした裁判例があります。つまり、信託義務違反がなくても、取引所法10条(b)項違反のインサイダー取引に該当するとしたDorozhko判決(SEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42 (2d Cir. N.Y. 2009))があります。会社のIR担当者のパソコンをハッキングして未公表の重要情報を入手し、その情報に基づいて取引を行った者がインサイダー取引規制に違反したと言えるかということが問題となった事件です。ハッカーと被害者との間に信託義務はもちろんないわけですがけれども、第2巡回区控訴裁判所はインサイダー取引に信託義務違反は必須の要件ではないとして、ハッカーにもインサイダー取引規制違反の成立の余地があると判示しました。

もっとも、この点については、ほかの巡回区控訴裁判所では結論が逆になるものもありまして、情報を盗んだというだけでは不十分であり、信託義務違反がやはりインサイダー取引規制違反の要件であるとするものもありまして、控訴審のレベルでは巡回区ごとで判断が分かれているという状況になっています。

## 4. 小括

規則10b5-2は、米国の不正流用理論の範囲を明確化するためのものですがけれども、実質的には拡張しているものとも評価できるかと思います。これから何を学ぶかということですがけれども、日本法でいえば、規制の対象者の範囲を画する会社関係者の定義の範囲といったものに関係してくることになるかと思います。日本法の規制の範囲が狭すぎないかという問題意識から、米国における規制の範囲を知るという意味では、規則10b5-2は興味深い素材を提供しているかと思いますが、それを超えて、信託義務の拡張ではないかといった規則10b5-2に内在的な議論から日本法が学ぶところはるかということ、特にないのではないかと思われるところです。

## IV. Regulation FD

### 1. 制定の背景

これについては、既に昨年の森田先生のご報告もありましたので、若干重なるところがありますが、ご容赦いただきたいと思います。

米国においては、アナリストなどの一部の者に対してのみ、発行者が未公表の重要情報を開示する選択的開示が多かったと言われていました。SECは、選択的開示の実務によって市場の高潔性に対する投資家の信頼を失うので、これは問題であると考えていました。けれども、Dirks 判決の法理のもとでは、情報伝達者をインサイダー取引規制の対象とするには、内部者が情報伝達によって個人的な利益を得たことが必要とされる場所、会社の役員がアナリストに対して会社の利益のために情報を伝達したのだということになりますと、個人的な利益を得たことの要件を満たさないことになって、違法ではなく、したがって、情報受領者もその情報に基づいて自由に取引できてしまうということが言われていました。

ただ、SECは、Regulation FDを制定する前の時点においても、情報伝達によって内部者がアナリストからの評判を高めることも個人的な利益に該当すると考えていたようですから、Regulation FDをそもそも制定する必要性があったのかということについて疑問視する学説も一部あります。

### 2. ルールの内容

発行者または発行者を代表する者（発行者の上級職員〔取締役、執行役員、IR担当職員など〕またはブローカーや株主などと定期的に連絡する発行者の他の職員、従業員、もしくは発行者の代理人）が意図的に未公表の重要情報を発行者の外部の一定の者に対して開示する場合には、同時に（simultaneously）その情報を公衆に対して開示しなければならない。発行者が、意図的ではなく、未公表の重要情報を一定の者に対して開示してしまった場合には、遅滞なく（promptly）その情報を公衆に対して開示しなければならない、という

のがルールの内容です。

公衆に対する開示の方法は2つありまして、1つは、Form 8-KをSECに提出することです。もう1つは、幅広く、排他的ではない形で公衆に対して情報が伝達されるように合理的に設計された開示の方法です。典型例はプレスリリースということになります。また、2008年以降においては、発行者の会社のウェブサイトにおける開示でも、これに該当すると解されています。

会社のウェブサイトへの情報の掲示が公衆への情報開示に該当すると認定されるための判断基準は、①会社のウェブサイトが配信チャンネルとして認識されているかどうか、②ウェブサイトへの掲載によってその情報が証券市場一般に対して利用可能となったかどうか、③掲載された情報に対して投資家と市場が反応する合理的な待機期間があったかどうか、ということです。

ごく最近の事例として、Facebookなどのソーシャルメディアへの書き込みによる発信が、特定の会員しかアクセスできないものであるというようなロジックで、これが実は選択的開示になるのではないかとSECが摘発しようとした事案がありまして、それをめぐってレジュメの注53のようなルールの解釈が最終的に示されたということですが、最近では、ソーシャルメディアへの書き込みによる発信も、その情報へのアクセスが限定されていないといった条件を満たしていれば、公衆への開示になると解されています。

意図的ではない開示がされた場合の「遅滞なく」の意義についても定義がありまして、上級職員が、発行者または発行者を代表する者（上級職員、オフィサー、従業員、またはブローカーや株主などと定期的に連絡する発行者の代理人）によって意図的ではない情報開示が行われたことを知ってから、合理的に実現可能な限りで早く（ただし、24時間またはニューヨーク証券取引所の次の取引日の取引開始時刻より遅れてはならない）という意味であるとされています。

適用の対象外となる類型としては、次の3つが定められています。第1に、弁護士、投資銀行、

会計士など、発行者に対して信頼または秘密の義務（信頼義務）を負う者に対する情報開示。第2に、開示された情報を機密にすることに明示的に合意した者に対する情報開示。第3に、証券法に従って登録して行われる証券の募集に関して行われる連絡など。

Regulation FD に違反した発行者に対して、SEC は、排除命令を出すことでエンフォースメントを実行しているわけです。ただし、その件数は少ないと言われています。また、Regulation FD に違反しても、規則 10b-5 違反には該当しないし、Form S-3 などを利用する資格についても特に影響はないということですから、エンフォースメントはあまりなされていないという印象を持ちます。

Regulation FD は、分類としては、インサイダー取引規制違反にならないような行為について規制する情報開示規制に属するわけですが、機能としては、情報開示によってインサイダー取引を防止する予防的な規定であると言えます。

また、インサイダー取引の理論としては、情報の平等アクセス論に近い考え方、すなわちアナリストと一般投資家との間の平等を追求しようとする考え方でありまして、インサイダー取引規制の不正流用理論とは区別できるような考えに基づくルールであると言えると思われます。すなわち、例えば内部者がアナリストに対して未公表の重要情報を選択的に開示し、それによって個人的な利益を得るとともに、アナリストがその情報に基づいて取引を行って利益を得た場合、これは明らかに内部者も情報伝達によるインサイダー取引規制違反となります。この場合には、インサイダー取引が行われると市場の公正性に対する投資家の信頼が傷つけられるというふうに評価することになります。

ところが、もしもアナリストが、この情報が公表されるまで一切取引を行わなかったということになりますと、これはインサイダー取引規制違反にはもちろん当たらないわけですが、Regulation FD の禁止する選択的開示に該当しますから、これは違法だということになります。こ

の場合には、インサイダー取引によって市場の公正性に対する投資家の信頼を傷つけたとは言えないけれども、やはり内部者は違法行為をしたことになります。ですから、インサイダー取引規制と Regulation FD とでは、規制の範囲についての考え方が異なっていると言えるように思われます。

エンフォースメントがあまりないので、「判例」というタイトルがミスリーディングで誤解を招く表示で非常に申しわけないのですが、そうした事情もありますので、本日の報告としては、実証研究を参照するという形で米国の現状を描きたいと思います。

### 3. 副作用と過小規制のおそれ

Regulation FD が制定されたことによってどのような影響があったかということです。

まず、副作用があったのではないかという話がありまして、そもそも市場に流れる情報の正確性もあわせて落ちてしまったのではないかと、つまり、選択的開示がなされなくなったことで市場の高潔性は保たれたのかもしれないけれども、情報の正確性は落ちたのではないかとすることを示唆する研究がいくつかあります。

第1に、Regulation FD の制定前後で比較すると、アナリストの利益予想の正確性が悪化したことを報告する研究があります。

第2に、従来は存在していたアナリストの利益予想と株式の推薦が市場に与えるインパクトが小さくなったとか、株式市場がアナリストの情報をあまり評価しなくなったということを示唆するものもあります。

第3に、セルサイドのアナリストレポートの情報の正確性が落ちたことを報告する研究もあります。

第4に、将来の収益に関するアナリストの間の予測の不一致や乖離が大きくなった、正確性が落ちたということを示唆する研究もあります。

第5に、アナリストが小規模の会社をカバレッジから外すようになってしまって、投資家が小規模な会社に対してはより大きなプレミアムを求め



るようになったために、小規模な会社の資本コストが上昇してしまったことを示唆する研究もあります。

それぞれ個別に細かく見ていったら、どこまで信用できるかという問題を検証する必要はありますが、仮にこれを額面どおり受け取るとしますと、Regulation FD によってアナリストがインサイダー取引を行って利益を上げることや、アナリストが未公表の重要情報に基づくアナリストレポートを投資家に販売することで利益を上げるといったことは禁止された、あるいは困難になったということが言えるわけですが、それに伴って、市場に流れる情報までもが減ってしまったのだということになりますと、市場の効率性（市場価格がファンダメンタル・バリューを反映するように形成されるという意味での効率性）が害されたおそれがあるということを示唆しているように思われます。

もちろん、裏返しとして、そうは言っても、これを禁止したことによって、アナリストだけが何か利益を得ているような形で市場の信頼性を失うということは防いでいるわけです。ただ、そちらについてはデータ化されていないため、直ちに何か悪いことが起きたかどうかを評価することは困難です。とにかく、少なくとも情報の効率性に関しては、やや状況が悪化した傾向を示す先行研究が多いように思われます。

Regulation FD は本当に実効性があるのかということに関して、Regulation FD が制定された 2000 年以降においても、特定の投資家と会社の経営者が面談することはもちろんあるわけですし、そのことにつき、匿名を条件に開示されたのだと思うのですが、誰と誰が会ったかというデータが開示されて、それをもとにその面談した投資家の取引のリターンを分析したという研究があります。それによりますと、その面談で得た情報をもとに取引が行われ、投資家は高い収益を上げているようだということですし、Regulation FD は選択的開示によるインサイダー取引規制を防止しようとしていたはずですが、十分にその目的

が達成できていないのではないかとということを示唆する研究もあります。

#### 4. 情報伝達者・情報受領者

情報伝達者・情報受領者によるインサイダー取引規制について、その後の動きを若干フォローさせていただきたいと思います。

まず、規制の範囲が広がるような解釈を示したものとして、Evans 判決 (United States v. Evans, 4862 F.3d 315 (7th Cir. 2007)) があります。伝統的な判例理論においては、情報受領者にインサイダー取引規制違反が生じる根拠は、情報伝達者である内部者が会社や株主に対して負っている信託義務の派生的な義務に情報受領者が違反したからであるとされてきました。ところが、Evans 判決において、第 7 巡回区控訴裁判所は、情報伝達者が無罪とされ、情報伝達者が情報を伝達することが不適切であることを知らなかった事案において、情報受領者に情報伝達者と友人関係があって、情報受領者がその情報伝達が義務違反に該当し不適切であることを知っていれば、情報受領者にインサイダー取引規制違反が成立するとしています。ですから、その意味では規制範囲を拡大する方向に働いているというわけです。

また、この際には、情報伝達者が個人的利益を受けるという要件について、そこでの個人的利益の概念はかなり広いものであるともされました。

これに対して、2014 年の Newman 判決 (United States v. Newman, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014)) において、第 2 巡回区控訴裁判所は、単に友人関係があるというだけでは個人的な利益の要件を満たすことはできず、客観的で重大なやりとりを生み出し、金銭またはそれと同等の価値のあるものを意味するような、有意義で親しい個人的な関係の証明がなければならないということを示しました。したがって、どうも米国の判例法は、この要件をめぐって、今でも巡回区控訴裁判所ごとの争いがあるといえますか、態度が違うということのようです。

## 5. アナリストに関するルールの拡張傾向

これは選択的開示に関する話としてですが、アナリストに関するルールも規制強化といえますか、エンフォースメント強化の方向にあると思われま

す。SECは、アナリストに対して、インサイダー取引のエンフォースメントを拡大しています。例えば、アナリストまたはアナリストから伝達を受けた個人の利益を図る目的で、アナリストレポートが顧客に対して公表される前に、そのレポートの内容や存在を一部の個人に対してのみ開示したアナリストが、インサイダー取引規制違反に当たるというふうにSECが主張した事案があります。これは、会社の内部情報でも公開買付情報でもなく、アナリストレポートというアナリストがつくったものが未公表の重要情報に当たるという点で、エンフォースメントを従来よりも拡張しているのではないかということです。

また、2015年7月16日には、FINRAの会員企業に対して、一部の顧客に対してのみアナリストレポートを選択的に開示することを禁止するFINRA Rule 2241(g)が認可されています。

さらにSECは、バイサイドのアナリストレポート（つまり、セルサイドのアナリストレポートと違って、対象会社からの情報に基づくレポートではなく、アナリストが公表情報を集めることで作成したレポート）の公表前に、そのレポートの内容を知った者が、対象会社の株式のプットオプションを購入したということについて、そのアナリストレポートは、インサイダー取引規制の対象となる未公表の重要情報に該当するとしました。

## 6. 日本法との比較

日本法における情報伝達・取引推奨規制（金商法167条の2）においては、目的要件があり、重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させ、または他人の損失を回避させる目的で情報伝達・取引推奨することが禁止されます。このような目的要件による限定があるという点において、Regulation FDと比べれば規制の範

囲は狭いと言えられると思います。

もっとも、もしも選択的開示という慣行が米国特有なものだとすれば、日本法がRegulation FDよりも狭い規制になっているとしても、インサイダー取引規制として何か問題があるとまでは言えないように思われます。

逆に、日本法の情報伝達・取引推奨規制のせいでIR活動が妨げられているとすれば、また問題になってくるわけですが、これについては、企業がこの規制を隠れ蓑にして、例えば投資家とのコンタクトを避けるようなことがあるのであれば、まさにそのような弊害があるというふうに評価することができるように思われます。

ただ、いずれにしても、米国法と比較して日本法をどう評価するかということに当たっては、情報伝達・取引推奨規制によって、前述のような意味での投資家との対話やIR活動が減少したのか、あるいは先ほどの実証研究にあったような形で、経営者と個別に面談することができるようなアナリスト等の特定の者が有意に高い収益を上げているといった事実があるか、あるいはアナリストレポート等が市場において果たす役割や信頼性に変化があったかといったことを解明しない限りは、評価することは困難であるように思われます。これについては、改正が行われたばかりですから、今後の実務の展開に注目していく必要があります。この点についての解明は今後の研究課題ということになります。

## V. むすび

以上の検討から何が言えるかということですが、米国法全般について言えば、信認関係を基礎にインサイダー取引規制ができてはいるわけですが、それで全てを理解することは難しくなっているのではないかと思います。米国の学説の中には、インサイダー取引規制の現状について、「信認関係」という言葉ではなくて、むしろ「不当に獲得した情報に基づく証券取引を禁止するもの」という表現をするものもあります。また、Regulation FDもあわせて考えますと、情報の平

等理論に近づいているとすら言えるかもしれません。

いずれにしても、米国のインサイダー取引規制のコアとなる部分は、信認義務違反をもとにする開示義務違反の詐欺ということになるわけですが、その規制の外延を画する際には詐欺の要素が相当に薄れているように思われます。米国法から学ぶべき点は、実質犯としてのインサイダー取引規制という点というよりは、むしろもっとテクニカルな点、すなわち、知る前計画とその悪用の経験とか、あるいは Regulation FD と情報開示への影響といったような、個別の論点についての規制の変化から生じた現実への影響というのが、社会実験的なものとして使えるのではないかとと思われるということです。

私からの報告は以上です。

~~~~~

【討 論】

○森田 どうもありがとうございました。非常に要領よく、米国のインサイダー取引規制に加えてそれに関係する Regulation FD についても言及していただき、日本法との比較もしていただきました。こういう研究が必要だと思っていました私としては、大変うれしく思っております。

それでは、ご意見、ご質問をどうぞ。

【規制の根拠と、保有と利用の関係】

○舩津 最後のところで、結局、インサイダー取引規制の趣旨がだんだんよくわからなくなってきたということだったとは思いますが、最初のところで、例えば規則 10b5-1 制定の背景として、保有か利用かということを書かれておられました。ここで保有か利用かで争われているというのは、どういう観点から、利用だとだめで、保有でないといけないのだというような議論がされているのでしょうか。例えば信認義務違反としての要件からすると保有でないのだめだといった、規制根拠論からそういう話が出てくるという話なの

か。また、実効性の問題ということもおっしゃっていたのですけれども、その実効性といった場合、何を目的とした実効性なのかというあたりはどのように理解されて、こういう議論がされているのかということをお聞かせください。

○飯田 理論によって立場が全く異なるので、一言でうまく整理しづらいものですが、規制の目的というか、詐欺というか信認義務理論のようなものをベースに考えるのであれば、これは保有をもって捉まえないとおかしいのではないかとというのが学説からは出ていたところですから、そういう意味では論理関係はあるというふうにはもちろん言えます。ですから、要するに、フィデューシャリーな立場に置く人間は、内部の自分だけ知っている情報があるのであれば、それはきちんと開示しなさいよということであるわけですから、すなわち保有していればそのような情報は開示すべきだということであり、したがって、保有基準につながるということになるかとは思いますが。

ただ、SEC 規則は、何か理論的な立場から一貫してつくったとはとても思えないような構造になっています。つまり、規則 10b5-1 で言えば、(b) 項のところこういう基準だということを一般原則にしつつ、しかし(c)項の例外があるということになって、(c)項は明らかに情報を使っていないというふうに客観的に評価できるような場合を列挙しているわけですから、両方の考え方を取り入れたものになっているというわけです。ですから、信認義務理論や、あるいは平等アクセス理論といったような、米国のインサイダー取引規制の理論的な議論との直接的な論理連関はないのではないかとされます。

それでは、一体何なのかということが問題になるわけですが、これは恐らく、結局は市場に対する、日本で言われているような信頼性とか市場のインテグリティというものへの保護を図るためにどの範囲で規制すべきかというようなことが一応のよりどころにはなっているのだと思います。しかし、そのような抽象的な理念から、ど

の範囲で利用基準なのか、保有基準なのかというようなことに決着がつくようなものでももちろんないということでしょうから、その意味でも、理論的な根拠との論理的な関連性を指摘するのはやや難しいところはあると思われます。

SECがなぜ2000年に規則10b5-1を制定したかといえば、1998年にAdler判決とSmith判決というSECの立場に反対するような判決があり、特にAdler判決に、注のレベルのものなのでレジュメには引用していませんが、利用基準を使って何か問題があるのならば、SECで規則制定権を行使してルールをつくれればいいではないかというようなことが書かれていまして、歴史的な順番から見れば、それを受けてこのルールがつけられたということのようにも見えますから、このようなやや折衷的な規則ができ上がったのかなというふうに思われます。

○船津 ありがとうございます。

【規則10b5-1】

○前田 確認ですけれども、SECが規則10b5-1を制定した後は、Adler判決のように、内部者が「私は息子のトラックを買うためにどちらにせよ株式を売却する予定であったのであって、情報を知ったことと無関係の売却である」ということを証明できるのであっても、もはや規制違反は逃れられない、つまり、10b5-1計画に当たるように入念に取引を行っておかない限りは、違反になってしまうということですね。

○飯田 それは、規則10b5-1を適用するこの巡回区控訴裁判所であればそうなるということで、これを全く無視する、利用基準をいまだに使うと言っている巡回区控訴裁判所だと、おっしゃるような抗弁は成り立ち得るということになると思います。レジュメ4ページの3の(1)のところに出てきたAnderson判決は、利用基準を採用していますから、要するに利用していないということを立証できれば、10b5-1計画に従っていなかったとしても、なお利用していないという抗弁は認められるのだらうと思われま。ただ、そういう例は

最近あまりないので、はっきりとしたことは言えませんけれども、論理的にはそう予想できるころだと思えます。

○前田 規則10b-5自体は、一般的・抽象的な形の規定になっているのに比して、規則10b5-1は随分形式的・画一的な規定になっており、一方ではAdler判決のような悪性の乏しいようなものまで規制対象に含んでしまうおそれがあり、他方では、ご報告にありましたように、10b5-1計画に当たりさえすれば規制から逃れられるということで、濫用のおそれも出てくるのだと思えます。せっかく規則10b-5において一般的・抽象的な形で規制をしておきながら、このように形式的・画一的に枠をはめる規制のやり方を採用することについて、もし規則制定の過程で議論があったのであれば、ご教示いただければと思えます。

○飯田 保有基準という形で広めに網をかぶせておいて、除外できるケースを細かく規定したというのが、おそらくSECの立場だったと思うので、やはりSECとしては、広く網をかぶせておいて、違反に当たらないケースを限定しておきたいという発想が恐らくあったと思われま。また、そのような明確化の要望が会社サイドからも主張されたのではないかとと思われまますが、ちょっとその画一的であるということについての特段の議論は、すみませんが、調べていないのでよくわからないところです。

○前田 ありがとうございます。

○石田 Smith判決にしても、それからAnderson判決にしても、これらは刑事事件でしたね。刑事事件の場合は利用基準を採用しているのか、そういう棲み分けをしているのでしょうか。

○飯田 恐らくそうではないように思えます。規則10b5-1は、まさにそのまま広く適用されると、例えば第2巡回区控訴裁判所だったらそう言うと思いますから、刑事事件だから、民事事件だからというようなことではないのではないかとと思います。

【エンフォースメント】

○岸田 私、最近のインサイダー取引規制についてよく知らないので、ご存じだったら教えてほしいのですが、この規則 10b5-1 や規則 10b5-2 は、2000 年に制定されてちょうど 15 年が経って、これが適用されない場合が増えていると思います。その結果、インサイダー取引規制によって事件になったとか、訴訟になったとか、そういう件数は増えたのか、減ったのか、ご存じだったら教えてほしいと思います。

○飯田 統計的な数値はわかりません。ただ、最近の SEC の関心としては、この 10b5-1 計画がどうも悪用されているのではないかと、かなりエンフォースを強化しようという動きは見られているところでして、その意味では、規則 10b5-1 の領域で従来とはやや違う形でのエンフォースがなされようとしているようです。

○岸田 ありがとうございます。

【米国法と日本法との比較】

○森田 昔の規則 10b-5 は、あまりにも抽象的な規定で、日本でそれを使ってインサイダー取引規制を敷くのはとても無理だというようなことでしたね。それからすると、規則 10b5-1 や規則 10b5-2 を見たら、まねができそうな感じもしますし、罪刑法定主義にも反しないような気もしますね。

しかし、日本は、結局は規則 10b5-1 や規則 10b5-2 よりも徹底したルールをつくったと言えますね。つまり、インサイダー取引規制の違法性の根拠はもう詐欺に求めない、証券市場の高潔性だけだ、というふうにした。そういう意味では、SEC の規則よりもはるかに徹底して罪刑法定主義に合うような、しかも高潔性を大事にするようなものをつくったわけです。

規制の効率性といえますか、美学についても日本のほうが勝っているのではないかと思います。ただ、詐欺ではないと。こうした論理で考えると、今あなたにご説明いただいたような、例えば日本で息子のために株を売ると考えた人は、日本法ではもう逃れられないのではな

いですか。

○飯田 基本的には逃れられないわけですが、例の平成 27 年にできた知る前計画でやっていたら、逃れられるようになったということで、その意味では、この平成 27 年の取引規制府令の改正はかなり重要なインパクトを持つようには思います。規則 10b5-1 のところではそうだと、重要事実とは何かといった点については大きな問題があるように思いますけれども、本日ご報告した規則 10b5-1 に絡んでは、日米の差はほとんどなくなったのかなと思います。

○森田 知る前計画という、この平成 27 年に施行されたものがどこまでどう使えるのかちょっとわからないのですが、あなたの感覚では、米国並みに大分使えると思いますか。

○飯田 そのように私は認識しています。

○森田 それならば、結局、インサイダー取引規制は米国法よりも日本法のほうがいい、ということになるのですかね。(笑)

○飯田 いや、いいとか悪いとかは……。 (笑)

○森田 取り締まり目的でしたら、こちらのほうがいいでしょうが、ただ、日本の刑罰も結構厳しくなっていますよね。

○龍田 それも問題でしょう。一つの基準だけで判断するのは難しいように思いますね。規制の根拠にしても、中核には詐欺の考え方があるのですが、それだけでは捉えられない不公平の問題といえますか、こちらについては、別に詐欺的な意図がなくても情報の不公平が著しい場合には是正する必要があり、そちらの観点を排除してしまうわけにはいかないだろうと思います。

また、前から言っていることの繰り返しになりますが、日本法は刑事制裁に力点を置き過ぎています。刑罰法規だから明確性の要求が強く、たやすく拡張できない。自縄自縛に陥っているような気がします。これは最初にインサイダー取引規制を導入したときから問題だと思っていたところで

【日本法の適用除外規定】

○黒沼 日本法の話ですけれども、平成27年に取引規制府令で知る前契約・知る前計画の包括規定を入れたのですが、それ以外の金商法166条6項12号に基づく内閣府令の規定も残されています。包括規定一本でいくという話だと私は思っていたのですが、そうではなくて、今までの規定に加えて知る前契約・知る前計画となる一般的な基準を定める規定を一つ置いたということだと思います。

そして、日本法でも、この規定に合致しないような場合に適用除外にならないかという点、少なくとも行政解釈では、金商法166条6項12号は、内閣府令で定める場合以外であっても、特別な事情に基づく売買等であることが明らかな場合には適用除外になると考えているのではないのでしょうか。

○飯田 そうだと思います。

○黒沼 金融庁のQ&Aの中にも、例えばよい情報が公表される前に株を売却したように、情報を知ったことと売却とは明らかに無関係に投資決定がなされたような場合には、インサイダー取引に当たらないという説明をしています。それについては、飯田先生はどのようにお考えでしょうか。

○飯田 金商法166条6項12号の解釈は非常にややこしいことになっていて、わからないことだらけですけれども、金融庁の解釈で本当にやっていけるのであれば、それでいいのではないかと思います。

と申しますのも、日本の金商法のインサイダー取引規制というのは、結局、市場の公平性や信頼に対する抽象的な危険犯ですから、そのような抽象的危険すらおよそ惹起しない、全然危なくない類型については、刑法の解釈としても違反に当たらないというような解釈もできると思います。そういうものはこの金商法166条6項12号のところにまさにあらわれていると理論的には言えるかもしれないと思っていますから、金融庁のような解釈でもいいのではないかとこのように思っております。

【10b5-1 計画・知る前計画】

○加藤 一点教えていただきたいのですが、5ページでご紹介いただいた10b5-1計画の自発的な開示に関する実証研究の対象は、資料3のような開示なのでしょうか、それとも資料4のような開示なのでしょうか。どちらであるかによって、実証研究の評価はかなり異なるような気がします。

あと、7ページのところで、日本法の問題点として、計画を中止しても違法ではないとされていることが挙げられているのですが、計画が中止される場合として、株価上昇につながる情報を知ってしまった内部者が、もっと後で売却しようと思って中止するといったことを念頭に置かれていると思います。しかし、インサイダー取引規制の本則では、内部情報を知って取引を差し控えるという場合は規制対象にはされていないわけですよ。にもかかわらず、そのような計画を中止するという行為、これは内部情報を知って取引を差し控えることだと思いますが、本則では禁止行為とされていない行為を脱法であると評価できるのかやや疑問がありますので、飯田先生のお考えを伺えればと思います。

よろしくお願いします。

○飯田 第1点につきましては、資料3のような簡易な開示の場合だけでみても、資料4のような詳細な開示の場合だけでみても、いずれの場合も売却後に株価が下がるという傾向があると報告されています。

第2点ですけれども、脱法的ではないという見方もできなくはないと思います。しかし、中止と同じこととして、そのタイミングで売って、また直ちに同じ量を買うということをするれば、内部情報を利用したというふうに言えるわけですし、そこで売却を中止するというのは、いわば投資判断、投資意思決定をしているわけですから、それはインサイダー取引の脱法的な形で行われているという評価は十分にできるのではないかと思います。

○加藤 ありがとうございます。私も、悪質な行為であると思うのですが、飯田先生のお立場は、もし可能であれば、インサイダー情報を

得て取引を差し控えるという行為も何らかの形で規制したほうが良いということでしょうか。

○飯田 知る前計画と関係なく、一般的にということですか。

○加藤 関係なく、ということです。

○飯田 まあ、そうですね。ですから、それが不可罰だと考えているのであれば、先ほどの例も脱法ではないと考えないと、論理一貫しないというのはご指摘のとおりだとは思いますが、しかし、そうは言っても、知る前計画の濫用であることには変わらないのかなという印象があります。

○加藤 規則 10b-5 の要件では、in connection with の範囲の問題だと思うのですが、in connection with は取引をしないと満たされませんよね。

○飯田 in connection with については、明らかに売買しないと該当せず、米国では、あるいは日本でもそうかもしれませんが、中止した場合はこれに当たらないわけですから、ルール上は問題ないこととなっています。SEC と日本の金融庁の両方とも同じ解釈を示していますので、それについてはぶれがないように思われます。

○黒沼 一点確認をよろしいですか。

今の論点で、濫用的な行為として想定されているのは、複数本の計画を立てておいて、そのうち都合のいいものだけそのまま実行し、都合の悪いものを中止する、そういう形の脱法なのですね。だから、1本だけ計画を立てて中止したというのと少し違うので、中止しないで行われたものがインサイダー取引になると考えればいい話かなと思うのですけれど。

○飯田 今、黒沼先生がおっしゃったような例はまさに典型的な濫用例だと思うのです。けれども、恐らく私と加藤先生との間の議論は、そういうほかの複数本の計画はなくて、1本の計画であっても濫用的ではないかというふうに私が申し上げていて、それはおかしいのではないかというご批判を受けているのだと思います。そこは評価が分かれるというか、現行法ではやはり濫用とか脱法というのにはなかなか当たらないという解釈に

はなってくるのだらうと思いますから、それを濫用的であると言うのであれば、法律の、米国で言えば in connection with とか、日本で言えば、売買等の概念を立法によって変更しない限りは、脱法的であるとか濫用的であるという評価はすべきでないというのが、現行法の解釈になるのだらうと思います。

○船津 今の点に関してですけれども、ヨーロッパの場合だと、たしか禁止されている行為というのは、内部情報の「利用」なのですね。利用といっても1ページに書かれている「保有か利用か」という文脈とはまた意味が少し違うのだとは思いますが、利用を禁止したうえで、その利用の一つのあらわれが取引とされていて、かつ、たしか欧州裁判所の裁判例で、取引をした場合には利用したことについての推定が働くという形がとられているので、したがって、飯田先生のお考えはどちらかといえばそちらに近いのかなと。むしろ利用すること自体が問題で、それが投資判断でやめる場合であってもそうだし、取引した場合はもちろんそうだという考え方ののだらうなど。だから、インサイダー「取引」規制として考えるのか、内部情報の「利用」規制と考えるのかによって評価がかなり違ってくる話なのかなという気がしました。

○松尾 たしかEUは、注文を出しておいて内部情報を知ってからキャンセルしても、規制の対象にしているのです。だから、それはおっしゃるとおりかなという気がします。

【Regulation FD】

○松尾 Regulation FD の実証研究について、アナリストの情報の正確性が落ちたということですが、その原因としては、未公表の重要情報に当たるものがもらえなくなったから落ちたことなのか、それとも、開示する側に萎縮効果のようなものが働いて、本来出してもいい情報まで出せなくなったから情報の正確性が落ちたのか、どちらと考えるかによって、次の対応が変わってくるように思うのです。この実証研究をやっている

人たちの動機というか問題意識としてはどうなのでしょう。重要情報に当たるものそのものがもらえなくなったことが問題と考えるのか、それとも萎縮効果のようなものが生じていると考えているのか、どうなのでしょう。

○飯田 実証研究一般の問題ですけれども、平均値を出しているにすぎず、一般的にアナリストの利益の分散が大きくなったというような研究ですから、昔は直ちに重要情報をもたらっていたのにもらえなくなったとか、インサイダー情報をもたらえなくなったから話を聞きに行かなくなったといったことを、示唆はしますけれども、証明はされていないことだろうと思います。

ただ、よくストーリーとして語られているのは、まず、企業側があまり積極的にアナリストと接触したからなくなったというようなこと、だから萎縮効果みたいな話があり、したがって情報をとるコストが上がってしまったので、レジюмеでいうと第5の研究にあるように、小規模の会社というのがカバレッジから外されていくというようなことです。その背景には、大規模な会社の情報をとるのに、あるいは調べるのにより時間がかかるようになったから、よりペイするほうに集中するようになったということがあるようです。それが正当な情報なのか、違法な情報なのか、その区別は全く為されないまま行われている研究ですけれども、全体としては、合法、違法を含めてアナリストにあまり情報が流れなくなったことを示唆するものだろうと思います。

○北村 Regulation FD のルールの内容のところですが、同時にあるいは遅滞なく開示しなければならない者の中に、ブローカーや株主などと定期的に連絡する発行者の職員のように、株主と定期的に会うような人たちが含まれています。先ほどの議論では、このルールの主な趣旨はアナリスト対策ということでしたが、ルールの内容からすると、取締役等と対話することの多い大株主への情報開示の規制が趣旨のようにも思えます。この点はいかがでしょうか。

○飯田 もともとはアナリスト対策だったので

はないかと思います。ただ、最近の例で言うと、ヘッジファンドがこれで情報をとって選択的開示を受けているのではないかといった話もありますから、そういう意味では、規制の当時とまた問題状況が変わってきていると思います。

○北村 1年前に森田先生が報告されたときに、コーポレートガバナンス・コードの第5章で、株主との対話が重視されるけれども、大株主との対話において選択的開示の弊害が出るのではないかという議論がありました。それを少し思い出しました。

○森田 要するに、インサイダー取引を規制するのだというイメージの話については、私もそれほど反対はしていません。それでいいと思うのですね。ただ、米国の Dirks 判決の位置付けをどのように考えるかですよね。Dirks 判決は、大分昔に勉強しましたから、うろ覚えですけれども、何か不正をしていた会社について、元役員がアナリストにそのことを話したと。それを聞いたアナリストは、公表はしなかったけれども、自分の顧客に対しては、危ない会社だからというような感じで推奨した。それが有罪になるかという話で、有罪にならなかったのですね。そのときに、その元内部者の人は、会社がこのようなことをやっておかしいと思うから、それを是正してほしいと思うし、それをマーケットに伝えたいということで、アナリストはそれを伝えたのだと。ですから、そういうものを合法と考えて、インサイダー取引には当たらないということをはっきりさせたいということですね。

それが、本日ご報告にあったように、信認義務違反にもなっていないと。信認義務違反というときには、その元内部者が漏らすことによってお金をもらうとか、ティッパーがティッピーに渡すときに、ティッピーのほうはそれを知っているという要件がないといけないというのは、Newman 判決でしたでしょうか、最近そういうことがまた言われているのですけれども、要するに私は、インサイダー取引規制が余りにも美しく論理的に厳しいものですから、企業の情報開示の活動がちょっと

萎縮してしまって、結果的に証券市場にとってはマイナスになるのではないかと懸念して、1年前に報告させてもらったのです。ですから、それを非常にクリアな頭で冷静に報告していただきまして、感謝しております。

Newman 判決は、まさにアナリストたちが情報を機関投資家にも教えるわけですね。そして利益を得たというようなことについてどう考えるかということで、おかしいと言えばおかしいのでしょうか、そこに微妙な問題がありますよねということ去年報告したので、本日の報告ではその解決策も出てくるかなと思いましたがけれども、ちょっと難しいという感じですかね。

ですから、日本法としては、証券市場の誠実性を担保するのだということは非常によくわかりますけれども、他方、利益を目的とせず企業の人たちが開示した場合は、信認義務違反では捕まらなはずがないのですよ、という明確な要素が日本には全くないから、それはおかしいのではないですかと言っているわけです。

○飯田　でも、日本でも、いわゆる目的要件での縛りがあるので、個人的な利益という要件ではないわけですがけれども、それに近いような絞りはかかっているのではないかなとは思っています。

○森田　私からすれば、企業の人たちは非常に怯えていますね。取引相手にでもちょっと言ったら、守秘義務を結んでも意味がないのではないかなというような話もあると、企業活動にも非常に影響が出るように思っていますから、そのあたりについて、もう少し私にもわかりやすいような規制で……。 (笑)

○飯田　だから、萎縮効果が発生しているということがあるのであれば、まさに問題がある条文の文言だということには当然なるでしょうから、それは調査しないとよくわからないと思います。

○龍田　情報量は多ければ多いほどよいという前提があるのだらうと思いますが、必ずしもそうではないでしょう。情報が多くなることによって弊害が助長されるようであれば、増やすことを抑える必要がありますね。

同じことは、インセンティブ報酬との関係についても言えます。日本では、経営者の報酬額もインセンティブ報酬の割合も、米国と比べればはるかに小さいですから、米国での議論をそのまま日本に持ってくる必要はないと思いますが、仮に日本でインセンティブ報酬がどんどん利用されるようになり、知る前契約等の規制強化がその妨げになるから困るという議論が出てきたときには、やはり考えてみないといけませんね。つまり、市場の健全性を揺るがしかねないようなことまで受忍して、インセンティブ報酬を助長しないといけいいのか。これは伊藤先生のご専門のところですが、総合的な判断で決めるべき問題でしょう。情報量が減るからいけない、インセンティブ報酬が抑えられるからいけないと、一律に決めつけるのは、単純過ぎる考えではないかと思えます。

○飯田　今のご指摘の点について若干コメントを付加させていただくと、まず、情報が多ければ多いほどいいのかということについては、そうではないというのはまさにおっしゃるとおりで、アナリストは膨大にある情報をうまく整理して、有益な情報として一般人にわかりやすい形で翻訳してくれるような役割を果たしているのではないかな。だから、アナリストへの情報が減ると、市場に対する情報の効率性というものが落ちるのではないかなというのが、問題点として実証研究ではよく言われているところです。

もう一点のインセンティブ報酬と関連する話ですけれども、これはそれこそインサイダー取引規制はそもそも不要であるという、ヘンリー・マンの唱える役員報酬としての機能という大きな問題と絡むものだと思いますし、まさにそのようにセットで考えていかなければならない問題だというふうには私も思っております。例えば米国で言えば、規則 10b5-1 で知る前計画をつくること自体をそもそも禁止するという契約になっているような会社もあり、売買を一切禁止する契約の報酬パッケージをつくる会社とそうではない会社があります。ただ、両者を比べると、そのように売却を禁じる会社の報酬総額は10%ほど高いという研究も

ありまして、まさにおっしゃるとおり、インサイダー取引を防止するということとガバナンスのあり方との大きな枠組みの中で議論していかないと、今後の有意義な方針や方向性は出てきづらいかなと私も思います。

【知る前契約・計画】

○川口 知る前契約・計画に関する米国での問題は、それが開示されないことにあるというご報告がありました。その上で、日本についても、同様のことが当てはまるのではないかと聞かれました。確かに、そのようにも思いますが、他方で、開示するデメリットもあるような気がします。例えば市場取引の場合に、これは売買の数量や誰が行うかにもよるのでしょうか、開示することによって、市場価格に影響が生じ、当初の計画どおりに取引ができないというような問題も起こり得るようにも思うのですね。市場外の取引であれば、そのような問題はないのかもしれませんが、そのあたりについてはいかがでしょうか。

○飯田 その点はまさに、10b5-1計画の学説における議論でも類似の問題が指摘されているところでありまして、開示すれば弊害もあるのではないかという議論もありますし、まさにおっしゃったとおり、予定どおり売れなくなってしまうということももちろんあると思います。

ただ、資料4で書いたような形で開示されても回っているようですから、理論的にはもちろんその問題は懸念されるとはいえ、米国の実例を見る限りは、開示をすることによって、取引ができない、予定していた計画に従った売却ができなくなるという問題はそれほど深刻ではないのかもしれないというのが一つ示唆されます。ただ、逆に、市場価格に悪い影響を与えるのではないかということは予想できることです。要するに、公開買付けの裏側みたいな話がありますので、それは十分注意する必要のある話だと思います。

○川口 日本の場合、本日のご報告にありましたように、知る前契約や計画による売買が可能になる条件として、重要事実を知る前に、事前に証

券会社に提出・確認を受けることのほか、EDINETで開示することも規定されています。もっとも、これは開示を強制するものではありませんね。

○片木 日本の知る前計画と米国の10b5-1計画と両方があるのでしょうか、日本の金商法166条6項12号というのは、もっぱら何を想定しているのでしょうか。米国の場合には、今お話を聞いたところでは、いわゆる株式報酬を現金化するのを合法化したいということだったようですが、日本も同じように考えていいのか。ストックオプションについてはたしか別の規定もあると読んでいたのですけれども、日本の場合には、自己株式の売買を会社自身が行う場合なども想定した規定なのでしょうか。

○飯田 金商法166条6項12号が想定しているか、というご質問でしょうか。

○片木 はい。

○飯田 金商法166条6項12号について、具体的なニーズを想定して規定したのかということ、そうではないように思います。米国も、報酬で内部者が株式を持っているから、それを売るニーズを満たすために規則10b5-1がつくられたというのではおよそなくて、むしろ例の保有基準か利用基準かという問題に決着をつけるというような趣旨でつくられたルールが、内部者に非常に便利であったという形で、ある意味、意図せざる形で大きく活用されていったというのが実態なのではないかと思います。

【Regulation FDの日本への導入】

○黒沼 Regulation FDですけれども、金融審議会でもRegulation FDを日本でも入れようかということが議論の対象になっています。開示ルールとしてのRegulation FDということ考えた場合、例えば決算短信で出させる情報を減らして、そのかわりに選択的開示を禁止することも考えられるところです。そういった場合に、米国法を参考にすると、先ほども議論に出ていたように、これはアナリストに対する情報開示の制限が中心なのですが、もう少し広い範囲で選択的開示を禁止して

もいのように私は思っています。例えば、新聞記者に対しても選択的開示を禁止する。つまり、その情報を取得した者が何らかの形でその情報を利用するということが想定されるような場合には、選択的開示の規制の対象にするということも考えられるように思うのですけれども、その点についてのお考えがあったら教えてください。

○飯田　まさかこういう質問が来るとはという気持ちです。(笑) 情報を利用するところに悪性を感じますから、アナリストに限定せず、新聞記者に対する選択的開示もあまり妥当ではないように思いますので、Regulation FD よりもやや広い範囲で選択的開示は禁止する、あるいは規制するというような方向性については、直感的には賛成したいと思っていますが、詳しい理由は準備していません。

○小出　アナリストというのは、会社を評価する立場にあるわけで、その意味では、情報を持っている企業内部者との間でその企業をどう評価するかというところに利害関係を有する立場にあると思うのですが、新聞記者というのは、その意味では、例えば企業内部者からすれば、新聞記者をたらし込んでも、大してメリットはないわけですね。つまり、この Regulation FD というものが、内部者が持っている情報をどう使うのか、それによって、一部のアナリストのような者をたらし込むために使うのか、それともそうでないのか。つまり、もともと持っている情報をどう利用するかという観点から見るとするならば、あるいは新聞記者に対して開示するということが、必ずしも規制対象になり得ないのではないかという議論もあり得るのでしょうか。そうすると、選択的開示は何を規制するものなのかということを中心に考えないといけないのかなと、今伺っていて思いました。

Regulation FD のときにも、いろいろな議論がされていて、もちろん、先ほどお話があったように、経緯としては、市場の高潔性が一番議論されていたと思うのですけれども、他方で、今私が申し上げたように、企業内部者が持っている情報の

一部を、自分とある意味で利害関係を有する人に対して報酬として使っている点に問題があるのだということも言われていたような記憶がありますので、その観点を重視するのであれば、新聞記者は含まれないのかなという気がちょっといたしました。

○船津　今の点に関して、レジュメの13ページの5の25行目からのところで、バイサイドのアナリストレポートの公表前に、そのレポートの内容を知った者が、対象会社の株式のプットオプションを購入したことについて、そのアナリストレポートがインサイダー取引規制の対象となる未公表の重要情報に該当するとしたとありますが、これは一体どういう話なのかなというのが気になりました。というのは、どういう経緯で何が問題となったのか、どこに非難されるべき点があるのかというのが、ちょっとよくわからなかったのです。その事案がよくわからないので推測なのですが、バイサイドが分析したものは、いわば公開情報をもとに加工しただけのものということになって、それを配布することは当然想定されている行為だと思うのです。そうだとすれば、配布される対象ではない人が受け取ったから問題だという話なのか。要するに一体それが何なのだろうか、どういう点が問題なのだろうかというのが、この事案に関しては非常に気になったのですが、ちょっとお聞かせいただければと思います。

○飯田　これはまさに不正流用理論の話で、米国の不正流用理論で言えば、会社の外部情報もまさに日本で言うところの重要事実にあたりますから、それがバイサイドのアナリストレポートの内容が……。

○船津　これは、「知った者」というのが、アナリストが想定していた開示対象ではない人だった例ということですか。

○飯田　そこはメモしてきていないのですが、ここで申し上げたかったのは、むしろアナリストレポートについて、まさにインサイダー情報だったという形でエンフォースメントをやっているということ、つまり米国では、理論的には不正流用

理論だから、当然外部情報も規制の対象になるということだったのですが、それほどアナリストレポートをもとにインサイダー取引規制のエンフォースメントをやってきたかという、必ずしもそうではなかったようでして、それがここ近年、エンフォースするぞという例が出てきていることをご紹介したという趣旨です。情報のとり方に問題があったというよりは、そこはまさに不正流用理論の信頼関係に反するような形で情報を使ったという例ということです。

○久保　つまり、内部情報だろうが外部情報だろうが、機密である以上、それは使ってはいけないということなのですか。

○飯田　はい、そうです。

○森田　でも、それは、先ほどから話しているように、信認義務に違反したり不正流用したりするからであって、例えば報道目的などであれば当然使っていいし、企業の取引で相手の情報を知らない契約できないというときには、当然知りたいですから、それは知ることができるようにしてほしい、というのが私の声でございます。(笑) ですから、先ほどの黒沼先生のお話であったように Regulation FD で報道機関まで入れるというのは、米国でも全く規制されておらず、どこにもないような規制で、またがんじがらめの国になるのではないかと非常に危惧しておりますが。

【10b5-1 計画の濫用】

○小出　知る前計画についてももう少しお伺いしたいことがあるのですが、レジュメの4ページの25行目以下、つまり、あまり問題がない例として挙げられた、ブローカーに売却の日程と量について裁量を与える場合についてです。2点あるのですが、まず1点は、そのようなものには本当に悪用の余地があまりないのかということです。与えた裁量にも依りますから、本当に何年かかっても構いませんというのであれば、あまり悪用の余地はないのかもしれませんが、実務として本当にそうになっているのか。例えば、後は任せるけれども、2、3か月以内に売ってくださいというのだとす

ると、やはり情報開示のタイミングを図って、2か月待ったところで悪い情報を開示しようかなというようなことになりそうな気もするのですが、本当にこれは悪用の余地はないのかというのが1点です。

もう1点は、仮にこうした売却方法が望ましい方向であると考えた場合に、日本でもしこれを行った場合について、これが知る前計画の適用除外に当てはまるのかがよくわかりません。レジュメの6ページから7ページにまとめていただいている日本法の要件を見ますと、第3の要件として、あらかじめ売買等の具体的な内容が特定されていないとだめなのだというふうに書いてあるようですが、仮にこのブローカーに裁量を与えたということでやった場合については、日本では知る前計画に該当しないということになるのでしょうか。

○飯田　まず第1点について、これはもちろん、ブローカーと結託すれば、濫用の余地はもちろんあるわけですが、その結託のようなケースは除外するという前提だとしますと、まさにブローカーと一任契約を結ぶようなものでして、よきにはからってくださいという形でやりますから、これは恐らく濫用の余地はほとんどないのだろうと思います。もし事後的に内部者のほうから、やはりこれは中止してくださいというようなことを言い出しますと、これは知る前計画の要件を満たさないという方向に恐らくなっていくと思いますから、そういう意味でも比較的安全性の高い類型だというふうに言われています。

2つ目の点については、業者等に裁量的な権限を与えたときに、これが日本法で要件を満たすかということですが、必ずしも自信はないのですが、取引規制府令59条14号のハの最後のところ、取引等が「特定されていること」の後の「又は」以下が効いてくるのではないかと思います。

「当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた裁量の余地がない方式により」売買総額等が「決定されること」ということでして、これがまさに、内部者が裁量の余地がない方式で、したがって業者等が決定すれば、それは裁量の余地が

ないという方向でこれの要件を満たすのではないかというふうに理解しております。

○小出 ありがとうございます。2点目はよくわかりました。

1点目についてもうちちょっとだけお聞きしたいのですが、結託した場合は当然まずいだらうと思えますけれども、結託までしなくても、売っておいてくださいねという委託をするときに、やはり期限などは設定しないというのが実務なのでしょうか。本当に自由に好きなときに売って構いませんという形で委託が行われているのだとすれば、あまり問題ないと思うのですが、近いうちにお願いいたしますということになると、恐らく売却した後、ブローカーから報告があるのでしょうか、報告があるまではちょっと情報開示を待とうかなとか、そういった考慮が働きそうな気がしたのですけれども、そういうことはあまり行われていないということではよろしいのでしょうか。

○飯田 なるほど。確かにプレスリリースの発表の時期をずらすとか、そういう意味では、濫用の余地があるといえはあると言えらると思えます。それはご指摘のとおりだと思います。

○森田 もうよろしゅうございますか。特にならなければ、ちょっと時間は早いですけれども、本日は活発なご議論、どうもありがとうございました。

を要件とする取引所法10条(b)項・SEC規則10b-5の文言と整合的でないから、第2に、未公表の重要情報を保有しながら取引を行ったという事実があれば、その情報を「利用」したという事実につき事実上の推定がされるから、SECの立証の困難という問題は緩和できず、(被告がその情報を利用しなかったという事実を主張して反証しなければならぬ)から、などがあげられている。

また、刑事事件である、United States v. Smith, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998)においても、利用基準が採用された。そこでは、上記の第11巡回控訴裁判所とは違って、立証責任の転換・推定はなされず、利用の事実を政府が立証しなければならぬとした(155 F.3d at 1069)。

なお、学説では、利用の事実の立証はそれほど困難というわけでもなく、多くのケースで立証が成功している (Langevoort 2013 at 54)。

(3) 保有基準を採用する例

これに対して、SECは、保有基準を採用していた³。裁判例においても、保有基準を採用するものがある。たとえば、SEC v. MacDonald, 699 F.2d 47, 50 (1st Cir. 1983) では、「被告が株式を購入した時点で、被告が未公表の重要情報を実際に知っていたのであれば、(サイエンターの)要件を満たす」としたものがある。

また、傍論においては、保有基準を採用した裁判例もある⁴。その理由の1つとして、未公表の重要情報を保有している場合、その情報に基づいて取引を行うかもしれないし、以前に決めていた取引を変更するかもしれないし、公表情報だけ保有していたのであれば取引を変更したであろう場合であってもその取引を実行するかもしれないし、あるいは何もしなければならぬのであって、利用基準に従うと合法的な取引と違法な取引の区別が困難になることを指摘している。

2 ルールの内容

(1) 保有基準の採用の趣旨

この論点について、SECは、2000年に、保有基準に従った規則10b5-1を制定した。SECが保有基準を採用した理由は、利用基準よりも保有基準の方が、投資家の市場の高潔性(integrity)をより効果的に保護することになるし、内部情報を知っている投資家が、投資判断をなす際にその情報を不可避的に使ってしまうという常識を反映するものだからだとしている。

(2) 禁止行為

規則10b5-1(a)項では、取引所法10条(b)項・規則10b-5で禁止される行為には、未公表の重要情報に「基づいて(on the basis of)」発行者の証券の売買をし、証券の発行者もしくは株主、または、未公表の重要情報の情報源であるその他の者に対して、直接、間接、又は派生的に負う信頼義務(duty of trust and confidence)に違反することを含む、と規定する。

(3) 情報に「基づいて」の意義

そして、規則10b5-1(b)項では、「基づいて」とは、その者が売買するときに未公表の重要情報を知って売買したことである、と定義し、保有基準を採用した。

³ In re Sterling Strug Inc., Sec. Exch. Act Rel. No. 14675, 1978 SEC LEXIS 1759, 14 S.E.C. Docket 824 (1978).

⁴ United States v. Teicher, 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993)

⁵ Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, pt. III.A.2 (Aug. 15, 2000).

米国SEC規則10b-5に関する最近の判例
日本取引所グループ金融商品取引法研究会
平成27年12月25日(金)
神戸大学 飯田秀総

第1 報告の目的

本報告では、日本のインサイダー取引規制とそれに関連する情報開示のあり方を見直す必要があるのではないかとこの問題の解明に向けての基礎作業として、アメリカ法におけるインサイダー取引規制と比較法的に研究し、アメリカ法の理解を深めることを目的とする。検討の対象とする時期としては、2000年に降とする。以下では、SEC規則10b5-1, 10b5-2, Regulation FDを取り上げる。

第2 SEC規則10b5-1

1 制定の背景：所持が利用か¹

(1) 問題の所在

アメリカのインサイダー取引規制に違反することの要件として、サイエンター (scienter: 欺罔の意図)が必要とされている。そして、アメリカのインサイダー取引規制は、詐欺の要素に由来するから、未公表の重要情報を意図的に利用して個人的な利益を得るというケースが、典型的なインサイダー取引に該当する。

ところが、インサイダー取引の要件として、内情者が未公表の重要情報を「利用」したことが必要だとすると、規制の実効性に問題があり得る。すなわち、違反者として訴えられた被告(刑事事件ならば被告人)は、情報を利用していないという抗弁、つまり、たしかに未公表の重要情報を保有はしていたが、その情報を保有していたから売買の取引をしただけでなく、別の理由から取引をしたという抗弁を主張できよう。たとえば、情報には保有していなかったとしても、実際の取引と同じタイミングで取引をしたであろうという主張がなされる。SEC v. Adler, 137 F.3d 1325 (11th Cir. 1998) では、取締役が取締役会で会社の財務状態について悲観的なニュースを知ったが、それ以前から、息子が運送事業を始めるので、息子のためにトラックを買うために、株式を売却する予定があったのであって、当該情報と取引との間には因果関係はないという(知る前計画に相当する)主張がなされた。

このように、内情者が取引をする際に、未公開の重要情報を単に持っていただけであって、その情報を利用してはいないときは、インサイダー取引に該当しないのか(利用基準)、それとも、情報を持っていなければインサイダー取引に該当するのか(保有基準)という論点がある。

インサイダー取引規制を形成してきた最高裁判例では、「利用」を示唆しているのと読める言葉遣いのものが多かった。しかし、正面からこの論点を論じるものではないため、連邦最高裁の立場は明確ではなかった²。

(2) 利用基準を採用する例

上記のAdler判決で、第11巡回控訴裁判所は、利用基準を採用した。その理由として、第1に、保有基準では、詐欺の要素を含まないケースをも含んでしまい、詐欺の要素

¹ 以下の記述は、Langevoort (2013) に負うところが大きい。

² United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 656 (U.S. 1997) : “[T]he fiduciary’s fraud is consummated, not when the fiduciary gains the confidential information, but when, without disclosure to his principal, he uses the information to purchase or sell securities.”

Dirks v. SEC, 463 U.S. 646, 662 (1983) : “a purpose of the securities laws was to eliminate ‘use of inside information for personal advantage.’”
Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 229 (U.S. 1980) : “[t]he federal courts have found violations of § 10(b) where corporate insiders used undisclosed information for their own benefit.”

3 その後の展開
 (1) 無視をする裁判例があること
 規則 10b5-1 に従わない裁判例もある。たとえば, United States v. Anderson, 533 F.3d 623 (8th Cir. Minn. 2008) は, 利用基準を採用している。この裁判例は SEC 規則 10b5-1 に全く言及していない。
 このような裁判例がある背景には, 詐欺の要素を必ずしも要求しないような解釈(つまり保有基準)を前提に規則に定めたとしても, それは証券取引法 10 条(b)項で与えられた SEC の規則制定権限を逸脱するという考えがあるのではないかと指摘されている。⁸
 たしかに, 1984 年のインサイダー取引制裁法にも, 保有基準を前提としているような表現はある。しかし, Rule 10b5-1 は, 証券取引法 10 条 (b) 項に由来する規定であり, 同項の規制対象は詐欺であり, それにはサイエンターが必要だから, 保有基準によってインサイダー取引の範囲を決定すると, 詐欺の概念からはみ出す部分があるともいえる。

(2) 10b5-1 計画 (知る前計画) の使用例
 内部者は, 自社の株式を売買する際に, Rule 10b5-1 の適用除外規定に従っていることが多い。このような売買に際して用いられる, Rule 10b5-1 に従った計画のことを, 10b5-1 計画という。10b5-1 計画を利用する実務は広く普及しており, 毎年, 何億ドルという単位で取引が行われている⁹。そして, 10b5-1 計画は, 株式の売却の際に用いられることがデータ上は圧倒的に多い¹⁰。その背景事情として, アメリカの場合, 役員報酬に占めるエクイティ報酬の割合が高く, 役員が自社の株式を多く保有しており, 上場会社の役員報酬額の半分以上はストック・オプションからリストラクチャード・ストックとされている¹¹。それを現金化するために市場で売却したいというニーズが高い。10b5-1 計画は, そのようなニーズを満たすものとして活用されている。

10b5-1 計画としてよく使用されるものには 2 類型がある。
 第 1 は, ブローカーに売却の日程と量について裁量を与えらるものである (Rule 10b5-1(c)(1)(i)(B)(3))。この場合, 内部者は, 委託したブローカーがいつ売却するのか, その他も現れている。すなわち, 証券取引法 16 条に従って, 内部者が取引を行った場合に SEC に提出しなければならない Form4 について, 通常は, 取引の実行から 2 日以内に提出しなければならぬが, ブローカーに裁量権を与える 10b5-1 計画による取引の場合には, その提出期限が延長され, ブローカーが内部者にその取引の実行を通知した日から 2 日以内に提出すればよい (Rule 16a-3(g)(2))¹²。
 第 2 は, そのような裁量を与えられていないものである。この場合には, 次のような適用のおおそれが指摘されている。

(3) 10b5-1 計画の濫用
 10b5-1 計画に基づいて取引を行った内部者たちは, 統計的に高い収益率をあげているという研究がある¹³。そのため, 本条はインサイダー取引を抑制する機能を果たしている

⁸ United States v. Nacchio, 519 F.3d 1140 (10th Cir. Colo. 2008)
⁹ Pub. L. No. 98-376, 98 Stat. 1264 (1984) では, 「未公表の重要情報を保有している間に証券を取得することに対する制裁を増やす目的で 1934 年証券取引法を改正する法律」としている。現在の 1934 年証券取引法 21A 条 (15 U.S.C. Code § 78u-1) (a)(1) にも「未公表の重要情報を保有している間に」という表現は登場する。
¹⁰ Anderson (2015) at 354.
¹¹ Jagolinzer (2009) at 227-228.
¹² Henderson (2011) at 508.
¹³ Veliotis (2010) at 326.
¹⁴ Jagolinzer (2009); Henderson, Jagolinzer and Muller (2015).

「基づいて」に該当しない類型の定義

(4) 知る前計画
 知る前計画
 しかし, 次の規則 10b5-1(c)項によって, 例外が認められるから, 規則 10b5-1 と利用基準との違いはごくわずかなものでしかない⁶。
 おり, 次の(A)(B)(C)の 3 つの要件のすべてに該当すると, インサイダー取引規制の対象外となる。
 (A) : 情報を知る前に, ①証券の売買契約を締結したか, ②自己の計算(account)で証券の売買をするように第三者に指示したか, または, ③証券取引の書面化された計画を採用したこと
 (B) : (A) の契約, 指示, または計画が, ①売買の数量, 価格, 及び日付を特定しているか, ②売買の数量, 価格, 及び日付を決定するための書面化された方式・アルゴリズムまたはコンピュータプログラムを含んでいるか, または, ③いつ, どのように売買を実行するか, そもそも実行するかについて事後的な影響力を行使することを許さないものであること (ただし, 契約, 指示又は計画に従ってそのような影響力を行使する第三者が, その際に未公表の重要情報を知っていた場合は除く) こと。
 (C) : 実際に行われた売買が, 契約, 指示又は計画に従っていること。ただし, 契約, 指示又は計画にした者が, その契約, 指示又は計画を変更しもしくは逸脱した場合, 又は, その証券に関して, ヘッジする取引又はポジションを変更した場合, 契約, 指示又は計画に従って「行われていない」とする。
 この適用除外規定は, 契約, 指示又は計画が善意で行われた場合に限り適用され, 本条の禁止を逃れるための計画またはスキームの一部で行われたときには適用しない(規則 10b5-1(i)(iii))。
 以上のルールは, 個人・法人の両方に適用される。

イ 法人特有の適用除外
 さらに法人にのみ利用できる適用除外規定もある。次の 2 つの要件を満たせば, 未公表の重要情報に基づいて証券の売買を行ったことにはならない。第 1 は, 法人を代表して, 証券の売買の投資決定をなした個人が情報を知らなかったことである。第 2 は, 投資決定を行う個人が未公表の重要情報に基づいて取引を禁止する法に違反しないようにするため, 合理的な方針及び手続を, 法人が, その事業の性質を考慮に入れながら, 定めていることである。この方針及び手続には, 法人が未公表の重要情報を保有している証券についての売買を制限したり, または, 個人がその情報を知ることを防止するものを含む(Rule 10b5-1(c)(2))。

(5) 知る前計画と信託義務の関係
 なお, 学説からは, Rule 10b5-1 における知る前計画の適用除外は, 信託義務の観点からは説明できないという指摘がある。なぜなら, 信託義務においては, 取締役が情報を保有しているのであれば, その取引がその情報の取得前に計画されたものであるか否かを問わず, 株主に対して開示しなければならぬからである⁷。

⁶ Bainbridge (2014) at 73-74.
⁷ Nagy (2009) at 1356.

ていれば、その取引はサイエントナーを強く推認させる事実には該当しないという形で、被告の反証活動に利用できる²¹。

(5) 改正提案

SECは10b5-1計画の適用のおそれをすでに認識していたようである。2002年には、Form 8-Kでの開示事項に、Rule 10b5-1の実質、指示又は計画の採用、修正又は終了を含める提案をしていた²²。しかし、この提案は実現しなかった²³。字配等で提案されているルールの改定案は次のようなものである。すなわち、①10b5-1計画の適用除外を廃止する、②10b5-1計画をForm 8-Kで開示させる、③10b5-1計画の導入と取引の間に時間的間隔をあげさせる（取引の直前に10b5-1計画を導入されるとき、違法行為が否かの区別がにくい）、④計画の頻繁な修正・中止を防止することが提案されている²⁴。④については、たとえば、10b5-1計画の中止は、未公表の重要情報を知らない状態になるまで認めないようになすべきという提案もある²⁵。

以上のような提案に対しては、慎重な意見もある。

開示に関しては、10b5-1計画の開示自体には、市場にとって有益な情報とはならない。もしそれが有益な情報になるとすると、それは計画の作成時に内部者が未公表の重要な情報を知っているということを前提とすることになり、それはRule 10b5-1違反の場合である。また、内部者が株式を売却する内容の10b5-1計画が開示されると、その会社にネガティブな情報があると市場が誤解して売りを招くおそれもあり、10b5-1計画の開示は誤解を招くおそれがある²⁶。

10b5-1計画を中止することの制限については、エグゼクティブ報酬の魅力を減らすことになり、それは会社・株主のコスト増につながることが指摘されている²⁷。

4 日本法（平成27年改正による取引規制府令）との比較

日本法では、会社関係者がその立場のゆえに未公表の重要事実を知って有価証券等の売買等をすることは禁止されているから（金商法166条1項）、保有基準に分類することが出来る点で、Rule 10b5-1と同様である。

また、日本法でも、知的前契約・計画が、規制の対象外となるので（金商法166条6項12号・取引規制府令59条、金商法167条5項14号・取引規制府令63条）、保有基準を基礎としつつ、情報を利用していないといえる類型をインサイダー取引規制の対象としない点もRule 10b5-1と同様である。

平成27年9月2日に公布され、同日16日から施行されている、知前契約・計画の包括規定（取引規制府令59条14号）においては、インサイダー取引規制の適用除外となるための次の3要件を規定している（資料5）。

第1は、未公表の重要事実を知る前に締結・決定された契約・計画が存在し、それに従って売買等が執行されること（同条イ）、第2は、契約・計画が作成された日付を証明する措置を講じたこと（同条ロ）、第3は、裁量性の排除のため、売買等の具体的な内容（売買等の別、銘柄、期日、当該期日における売買等の総額又は数）が、あらかじめ特定されている、又は定められた裁量の余地がない方式により決定されること（同条ハ）である。こ

²¹ たとえば、Glaser v. The9, Ltd., 772 F. Supp. 2d 573, 587 (S.D.N.Y. 2011); In re Geniva Sec. Litig., 971 F. Supp. 2d 305 (E.D.N.Y. 2013) 参照。

²² Form 8-K Disclosure of Certain Management Transactions, 67 FR 19914 (April 23, 2002), Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date, 69 FR 15594 (March 25, 2004).

²³ Trueper (2014) at 967-971.

²⁴ Fried (2003) at 491.

²⁵ Anderson (2015) at 373-374.

²⁷ Anderson (2015) at 375.

ないのではないかという問題が提起されている。この問題は、Wall Street Journalでも報道されておき、社会的にも有名である¹⁵。

適用を許してしまったという規制の穴としては、第1に、計画の存在・内容を開示する義務が課されていないこと、第2に、計画をいつでも中止することができること（株価の上昇予定を知つたければ売却計画を中止できる。中止されないと、売買が行われていないから、インサイダー取引に当たらない¹⁶）、第3に、未公表の重要情報を保有する直前に作った計画でもRule 10b5-1で保護されること、第4に、計画を作った後も計画外で取引することは自由であることが指摘されている。

また、内部者は、会社のニュースを発表するタイムラインをコントロールできるため、10b5-1計画による売却の前に、会社のよいニュースを発表し、売却した後に会社の悪いニュースを発表するようにするインセンティブを持つし、そのようにニュースの発表のタイムラインをコントロールしても、売却のタイムラインを変更したわけではないから、Rule 10b5-1には違反しないという問題もある¹⁶。

(4) 10b5-1計画の自発的な開示

10b5-1計画の開示は、現状では任意にForm 8-KやForm 4などで行われることがある。その開示の程度については、2タイプがあり、第1は、Rule 10b5-1に従った計画を採用したという事実のみを開示するもの（資料3）、第2は、さらに、取引の予定日、取引量、計画の期間、指値の場合にはその価格をも開示するものがある（資料4）。

Henderson, Jagoinezer and Muller (2015)は、これらの開示された10b5-1計画に従った取引直後に株価が下落する傾向があり、内部者がその下落直前の高値で売却して利益を得ているものが含まれているのではないかと指摘している（at 1294-1302）。また、開示されていない10b5-1計画に従っていると推測される取引の直後に株価が下落する傾向はないとしており、そうだとすると、株価下落のニュースを知っている内部者が合法的に利益をあげたために10b5-1計画を活用し、10b5-1計画を開示することでその後の不実開示に基づく損害賠償の訴訟リスクを減らし、かつ、訴状却下の申立の審理の段階で10b5-1計画の存在を裁判所と顕著な事実とする）目的で自発的に開示されているケースがあるのではないかと主張している(at 1285-1288)。

ここでいう訴訟リスクについて補足すると、投資者による私的訴訟において、不実開示にインサイダーがあったことを立証する際に、インサイダー取引が行われたことを不実開示のインサイダーの状況証拠として提出されることが多いという事情がある¹⁷。たとえば、Wietschner v. Monterey Pasta Co., 294 F. Supp. 2d 1102 (N.D. Cal. 2003)では、不実開示の損害賠償請求訴訟において、原告が、被告のインサイダーの証拠として、被告が株式を売却したのが、肯定的な開示をした後で、楽観的な見通しを引き下げる公表の前だったことを主張した。裁判所は、その株式の売却はRule 10b5-1計画にしたがったものであり、事前に計画されていた、疑わしいものではないとして、原告の主張を退けた²⁰。このように、不実開示に関する損害賠償請求訴訟において、発行会社の役員が行った取引が10b5-1計画に従っ

¹⁵ Pulliam and Barry (2012).

¹⁶ SEC. Questions and Answers of General Applicability, Question 120.17, available at <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/exchangecurles-inteps.htm>.

¹⁷ Trueper (2014) at 955-957.

¹⁸ Veliotis (2010) at 330; Muth (2009).

¹⁹ Veliotis (2010) at 320-322.

²⁰ 同様の判例として、In re Netflix, Inc. Secs. Litig., 2005 U.S. Dist. LEXIS 18765 (N.D. Cal. June 23, 2005); Fener v. Belo Corp., 425 F. Supp. 2d 788, 814 (N.D. Tex. 2006); Yates v. Mun. Morgt. & Equity, LLC, 744 F.3d 874 (4th Cir. Md. 2014); Fire & Police Pension Ass'n of Colo. v. Abiomed, Inc., 778 F.3d 228 (1st Cir. Mass. 2015) などがある。

第3 SEC規則 10b5-2

1 1 制定の背景

米国法においては、証券詐欺であるインサイダー取引が成立するのは、開示義務違反がある場合であり、開示義務が発生する場面として、取引者と取引の相手方との間に信認関係がある場合のみならず(信認義務理論)、取引者とその情報源とは、ある者が情報源に対して信頼関係がある場合がある(不正流用理論。不正流用理論とは、「ある者が情報源に対して負う信頼義務(duty of trust and confidence)に違反して、証券取引の目的で機密情報を不正流用したときに、証券取引に関する詐欺を行ったものとみなす考え方」³⁰である。United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997))。この不正流用理論を採用し、「不正流用者は、欺して取引を行っている(deal in deception)。本人に対して忠誠を装いつつ、本人の情報を秘密裏に個人的な利益のために使つて受任者(fiduciary)は、本人を欺している(defraud) (at 653-654)とした。それでは、信頼義務がいかなる場合に生じるのか、たとえば、夫婦間で生じるのかというところが問題となり³¹、この点を明確にするために、SEC規則 10b5-2が2000年に制定された。

2 ルールの内容

(1) 信頼義務が認められる3類型

SEC規則 10b5-2(b)は、少なくとも次の3つの場合には信頼義務があると規定している。第1は、ある者が情報の機密性を維持することに合意した場合である。第2は、未公表の重要情報を伝達する者と、伝達を受けた者との間に、機密を共有するという来歴、行動様式又は慣行を有しているために、情報の受領者が、情報の伝達者が情報の受領者にその機密を維持するだろうと期待していることを知っているか合理的に知るべきである場合である。第3に、ある者が、その配偶者・親・子ども・兄弟から未公表の重要情報を受け取る又は取得する場合である。ただし、機密を共有し維持するという当事者の来歴、行動様式又は慣行がなく、かつ、情報の機密性を維持するという合意・理解がないことを理由に、その情報源である者がその情報の伝達を受けた者に対して情報の機密性を維持することを期待しているというところを、その情報の伝達を受けた者が知らず、また合理的に知るべきだったとはいえないことを立証することによつて、その情報について信頼義務がなかったことを証明する場合はこの限りではない³²。

(2) 学説からの批判

なお、学説からは、Rule 10b5-2は、SECが、判例法理よりもインサイダー取引規制の範囲を拡張しているのではないかという疑問が提起されている。なぜならば、判例においては、信頼義務を証明するために、信頼「及び」秘密にする関係(a relationship of trust and confidence)を要件としていたのに対して³³、Rule 10b5-2では信頼「又は」秘密にする関係を要件としているからである³⁴。また、Rule 10b5-2においては、守秘義務契約を締結していれば、不正流用理論の適用をうけることとなるが、そのような契約当事者の関係は、信頼関係とは異なり、信頼義務を発生させるようなものではないと学説では考えられているという指摘もある³⁵。

³⁰ 黒沼 (2004) 164 頁。

³¹ United States v. Chestman, 947 F.2d 551 (2d Cir. N.Y. 1991)。

³² 翻訳に際して、黒沼 (2004) 173 頁を参照した。

³³ United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 652 (U.S. 1997); Chiarella v. United States, 445 U.S. 222, 228 (U.S. 1980)。

³⁴ Shotzinger (2015) at 596-598。

³⁵ Nagy (2009) at 1362-1363。

2 2 2 という第2の要件の措置として、3つの選択肢があり、(1) 契約・計画の写しが、第一種金融商品取引業者に提出され、その日付について業者による確認を受ける、(2) 金融商品取引業者が契約を締結・計画を決定した場合には、その契約・計画に確定日付が与されたこと、(3) 契約・計画を166条4項の措置に準じて公衆の閲覧に供する、という3つある。これを米国規則 10b5-1と比較すると、第1の要件は、規則 10b5-1と同様である。第2の要件は、規則 10b5-1にはない。第2の要件は、契約・計画の日付を偽装されることを防止することを目的とするものといえる。第3の要件は、規則 10b5-1と同様である。

3 3 3 また、規則 10b5-1の問題点として指摘されていることは、今回の平成27年改正でも同じような問題があり得る。すなわち、第1に、契約・計画の公表義務が課されていない。日付の確定の措置として、任意に公表することができるけれども、公表が義務づけられているわけではない。

4 4 4 第2に、計画を中止しても、違法ではない。金融庁のウェブサイトに掲載されたコメントによると、「一旦締結又は決定した「知る前契約・計画」を履行又は実行しないことは、基本的にインサイダー取引規制に違反しないと考えられます。また、「知る前契約・計画」を履行又は実行しないことについて裁量を有することは、基本的に、第14号ハの要件を満たすことを否定するものではないと考えられます。」²⁸とされている。

5 5 5 つまり、厳法的な行為については、14号ハの「裁量の余地がない方式により決定されること」に該当しないとすることで対処することを前提としている。すなわち、パブリックコメントに対する金融庁の考え方によれば、「あらかじめ複数の契約又は計画を準備した上で、有利な契約又は計画のみを履行又は実行し、不利な契約又は計画を履行又は実行しないこととする場合、形式的には別個の契約又は計画であっても、全体として見れば売買等の別や期日等について特定され又は裁量の余地がない方式により決定されているとは認められない」とは、第14号ハの要件を満たさず、行った売買等について適用除外を受けられないと考えられる。また、複数の期日に分けて売買等を行うことによる契約又は計画を準備した上で、有利な期日の売買等のみを行い、不利な期日の売買等を行わないこととするなど、全体として見れば当該契約の履行又は計画の実行として売買等を行っているとは認められないと考えられ、14号イの要件を満たさず、実行した売買等について適用除外を受けられないと考えられます。」²⁹。このような脱法行為を許さないとする解釈方針は、規則 10b5-1でも同様である。

6 6 6 第3に、契約・計画の作成日以前から取引日までの間隔は要件となっていないから、その間隔を短期間とすることも可能である。

7 7 7 したがって、知る前契約・計画の規律は、規則 10b5-1と同様の状況にあるということができ、将来、日本の会社においてエクイティ報酬が増えるといった場合には、アメリカで起きているのと同様に、知る前契約・計画の適用が疑われるような事態が起きる可能性はある。日本法では日付の操作ができないようにする措置が要求されているものの、知る前計画が公表されていても取引を中止できることに変わりはないから、アメリカの状況と大きく異なる。ただし、このような悪用のおそれがあることが望ましくなくとしても、規則 10b5-1以上に厳格な規制を用意して、悪用の余地を完璧に封じることが望ましいかどうかは、なお検討の必要がある。いづれにしても、この知る前計画がどのように利用されていくのか、日本の実務の展開を注視していきたい。

²⁸ 金融庁「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」No37 (2015), <http://www.fsa.go.jp/news/27/syouten/20150902-1/01.pdf>。

²⁹ 金融庁「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」No37 (2015), <http://www.fsa.go.jp/news/27/syouten/20150902-1/01.pdf>。

1 害者との間に信頼義務はないが、第2巡回区控訴裁判所はインサイダー取引に信託義務違
 2 反は必須の要件ではないとして、ハッカーにインサイダー取引規制違反の成立の余地を認
 3 めた⁴³。
 4 もっとも、他の巡回区では情報を盗んだというだけでは不十分であり、信託義務違反が
 5 インサイダー取引規制違反の要件であるとするものもあり⁴⁴、控訴裁判所レベルで判断が分
 6 かれていない。

7 **4 小話**

8 規則10b5-2は、アメリカの不正流用理論の範囲の明確化(実質的には拡張化とも評価し
 9 る)の問題である。日本法でいえば、規制の対象者の範囲を画する会社関係者等の定義
 10 に関係する。日本法の範囲が狭すぎないかという問題意識から、アメリカにおける
 11 規制の範囲を知るとい意味では、規則10b5-2は有意義だが、信託義務の拡張ではないか
 12 といった規則10b5-2に内在的な議論から日本法が学ぶところは轉らないように思われる。

13 **第4 1 制定の背景**

14 アメリカにおいては、アナリストなどの一部の者に対してのみ、発行者が未公表の重要
 15 情報を開示する選択的開示が多かったとされている。SECは、選択的開示の実務によつ
 16 て、市場の高潔性に対する投資家の信頼を失うので問題であると考えていた⁴⁵。けれども、
 17 Dicks, 判決の法理の下では、情報伝達者をインサイダー取引規制とするには、内部者が情報
 18 伝達によって個人的な利益を得ることが必要とされるところ⁴⁶、会社の役員がアナリストに
 19 対して会社の利益のために情報を伝達すると、個人的な利益を得たことと要件を満たさな
 20 いから、違法ではなく、したがって、情報受領者もその情報に基づいて自由に取引できる
 21 と解されていた⁴⁷。
 22 もっとも、SECは、Regulation FDの制定前の時点においても、情報伝達によって内部者
 23 が(アナリストからの)評判を高めることも個人的な利益に該当すると考えていたよう
 24 であり、Regulation FDを制定する必要があったのかかについて疑問視する学説もある⁴⁸。

25 **2 ルールの内容**

26 発行者または発行者を代表する者(発行者の上級職員[取締役、執行役員、IR担当職員
 27 など]⁴⁹)またはブローカーや株主などと定期的に連絡する発行者の他の職員、従業員、もし
 28 くは発行者の代理人)が意図的に未公表の重要情報を発行者の外部の一定の者⁵⁰に対して開

43 本件の解説として、藤林(2010)参照。
 44 SEC v. Chenf, 933 F.2d 403 (7th Cir. Ill. 1991); United States v. Bryan, 58 F.3d 933 (4th Cir. W. Va. 1995); Regents of the Univ. of Cal. v. Credit Suisse First Boston, 482 F.3d 372 (5th Cir. Tex. 2007).
 45 Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, pt. II.A. (Aug. 15, 2000).
 46 Dicks v. SEC, 463 U.S. 646, 662-663 (1983) (to determine whether the disclosure itself "[discloses], [manipulates], or [defrauds]" shareholders, Aaron v. SEC, 446 U.S. 680, 686 (1980), the initial inquiry is whether there has been a breach of duty by the insider. This requires courts to focus on objective criteria, i.e., whether the insider receives a direct or indirect personal benefit from the disclosure, such as a pecuniary gain or a reputational benefit that will translate into future earnings).
 47 Bainbridge (2014) at 115.
 48 Heyman (2015) at 1124-1127.
 49 § 243.100(f).
 50 ブローカー、ディーラー、投資助言者、投資会社、その情報に基づいて発行者の証券を売買するものであることが合理的に予見できる状況にある証券発行者の保有者など、§ 243.100(b)(1)に規定されている者。

1 **3 その後の判例**

2 (1) **機密の共有の来歴**

3 事業に關係しない情報についてであっても、秘密にする来歴、行動様式又は慣行がある
 4 と、その当事者間には信頼義務が発生することを明らかにした裁判例がある。事案は、ア
 5 ルコホーリング・アノニマスの会合で友人になった者同士の会話で、自社の売却の業務が
 6 プレシチャーで飲酒の衝動に駆られたという話を聞いて、当該会社の株式を売買した友人
 7 にインサイダー取引が成立するのかが争点となったというものである。第3巡回区控訴裁
 8 判所は、酒に誘われようとするためた様な個人的な情報をやりとりして、それを秘密
 9 として保持する来歴、行動様式又は慣行があるとされた³⁶。

10 (2) **規制範囲の拡張傾向**

11 米国のインサイダー取引規制の古典的な理論では、会社の内部者が会社と株主にに対し
 12 負う信託義務に違反した場合は規制の対象としていた。その後、一定の場合³⁷には情報受領
 13 者もインサイダー取引規制の対象とされるようになった³⁸。そして、不正流用理論によつて、
 14 さらに対象が広がり、会社の外部者が情報源に対して負っている義務に違反する場合まで
 15 も対象となつていく。さらに、Rule 10b5-2によつて、単なる契約であつて信託義務が発
 16 生するとは考えてこなかったような類型についても、不正流用理論によつてインサイダー
 17 取引規制の対象となつたこととされた。

18 そのため、Rule 10b5-2についても、この規則が有効なのかという疑問の余地がある。
 19 Chestman 判決においては、不正流用理論で問題となる信頼関係(relationship of trust and
 20 confidence)は、信頼関係(fiduciary relationship)と類似してはならず、信頼関係と機能
 21 的に同等なもの(functional equivalent)でなければならぬとしていた。しかし、Rule 10b5-2
 22 では、秘密にすることの合意があれば信頼関係があるとしているから、Chestman 判決の議
 23 論よりも広い概念として信頼関係が位置づけられてしまっているからである³⁹。もっとも、
 24 Rule 10b5-2は合意であるとする裁判例がある⁴⁰。

25 さらに、最近では、たとえば、会社がPIPEによる私募をするから、ある株主に引き受け
 26 て欲しくてその旨を告げたところ、その株主はその資金調達によって株主の価値が希釈化
 27 すると考え、会社に対しては「釘付け」されてしまった。株を売れない」と言いつつも、結
 28 局は株を売り抜け、その後会社が資金調達について公表すると株価は下落したという事例
 29 について、その株主による売却がインサイダー取引規制の対象となるとされた裁判例があ
 30 る⁴¹。この裁判例に対しては、被告は情報を探していたわけではなく、会社から情報を通知
 31 されてしまったにすぎないにもかかわらず、インサイダー取引規制の対象としていること
 32 について、学説では取引法10条(b)項・Rule 10b-5の拡張として批判されている⁴²。

33 また、ハッキングによる情報の入手をした者についてもインサイダー取引に該当すると
 34 した裁判例がある。つまり、信託義務違反がなくても、10条(b)項違反のインサイダー取
 35 引に該当するとしたSEC v. Dorozhko, 574 F.3d 42 (2d Cir. N.Y. 2009)がある。会社のIR担当
 36 者のパソコンをハッキングして、未公表の重要情報入手し、その情報に基づいて取引を
 37 行った者が、インサイダー取引規制に違反したといえるかが問題となった。ハッカーと被
 38

36 United States v. McGee, 763 F.3d 304, 317 (3d Cir. Pa. 2014).
 37 内部者が情報伝達することによって株主に対する信託義務に違反していることと、情
 38 報受領者がその違反を知っているか知るべきだったことが要件となる。内部者
 39 が信託義務に違反したかどうかは、内部者が情報伝達によって個人的に利益を受けるかど
 40 うかに依存している。
 38 Dicks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).
 39 Bainbridge (2014) at 104-105.
 40 U.S. v. Corbin, 729 F.Supp.2d 607, 619 (S.D.N.Y. 2010).
 41 SEC v. Cuban, 634 F.Supp.2d 713 (N.D. Tex. 2009).
 42 Heyman (2015) at 1118.

1 別で考える考えに基づくルールといえる⁶²。すなわち、たとえれば、内部者がアナリストに対し
 2 未公表な重要な情報を伝達(選択的開示)し、それによって個人的な利益を得るとともに、
 3 アナリストがその情報に基づいて取引を行って利益を得た場合、内部者も情報伝達による
 4 インサイダー取引規制違反となる。この場合は、市場の公正性に対する投資家の信頼を傷
 5 つけるといえる。しかし、もしもアナリストがこの情報が公表されるまで取引を行わなけ
 6 れば、インサイダー取引規制違反には該当しないが、Regulation FDの禁止する選択的開示
 7 に該当する。この場合、インサイダー取引によって市場の公正性に対する投資家の信頼を
 8 傷つけたとはいえないにもかかわらず、やはり内部者は違法行為をしたこととなる⁶³。その
 9 ため、インサイダー取引規制と Regulation FD とでは、規制の範囲についての考え方が異な
 10 っているといえる。

3 副作用と過小規制のおそれ

12 Regulation FDの制定の副作用として、そもそも市場に流れる情報の正確性も落ちたとい
 13 う次のような実証研究がある。
 14 第1に、Reg.FDの制定前後で比較すると、アナリストの利益予想の正確性が悪化したこ
 15 とを報告する研究がある⁶⁴。
 16 第2に、アナリストの利益予想と株式市場の推薦が市場に与えるインパクトが小さくなっ
 17 たことを報告する研究もあり⁶⁵、株式市場がアナリストの情報をあまり評価しなくなったこ
 18 とを意味する。
 19 第3に、ウェブサイトのアナリストレポートの情報の正確性が落ちたことを報告する研究
 20 もある⁶⁶。
 21 第4に、将来の収益に関するアナリストの予測の不一致・乖離が大きくなったという研
 22 究もある⁶⁷。
 23 第5に、アナリストが、小規模の会社をカバレッジから外すようになり、投資家により
 24 大きなプレミアムを求めようになったため、小規模な会社の資本コストが上昇してしま
 25 ったことを示す研究もある⁶⁸。

26 つまり、Regulation FDによってアナリストがインサイダー取引を行って利益を上げること
 27 や、アナリストが未公表の重要情報に基づいてアナリストレポートを投資家に販売するこ
 28 とで利益を上げたことは、禁止され、あるいは困難になったといえるが、それに伴い、
 29 市場に流れる情報までもが減ってしまったのだとすると、市場の効率性(市場価格がフア
 30 ンダメンタル・バリュエを反映するように形成されるという意味での効率性)が害されて
 31 しまっていることを示唆している。
 32 逆に、2000年以降も、特定の投資家と会社の経営者が面談することはあり、そのような
 33 投資家の面談後の取引のリターンを分析した研究では、その面談で得た情報をもとに取引
 34 が行われ利益を上げている可能性があり、Regulation FDは選択的開示によるインサイダー
 35 取引規制を防止しようとしてはいるものの、十分にその目的が達成できていないことを示
 36 唆する研究もある⁶⁹。

4 情報伝達者・情報致請者

情報伝達者・情報受領者によるインサイダー取引規制について、その後、動きがある。

- 62 Venturuzzo (2015)
- 63 Heyman (2015) at 1103.
- 64 Mohanram and Sunder (2006).
- 65 Gntschel and Markov (2004).
- 66 Agrawal, Chordia and Chen (2006).
- 67 Bailey, Haitao, Mao and Zhong (2003).
- 68 Gomes, Gorton and Madureira (2007).
- 69 Solomon and Soltes (2015).

1 示する場合、同時に(simultaneously)その情報を公衆に対して開示しなければならぬ。発行
 2 者が、意図的ではなく、未公表の重要な情報を一定の者に対して開示する場合、遅滞なく
 3 (promptly)その情報を公衆に対して開示しなければならない⁵¹。

4 公衆に対する開示の方法は2つある。1つは、Form 8-KをSECに提出することである。
 5 もう1つは、幅広く、非他格的ではない形で公衆に対して情報が伝達されるように合理的に
 6 設計された開示の方法である。例えばプレスリリースがこれにあたる。また、2008年以降
 7 は、発行者のウェブサイトに開示する開示でも、これに該当すると解されている。会社のウ
 8 ェブサイトへの情報の掲載が公衆への情報開示に該当すると認定されているかどうか、②ウェブサイ
 9 への掲載によってその情報が証券市場一般に対して利用可能となったかどうか、③掲載さ
 10 れた情報に対して投資家と市場が反応する合理的な待機期間があったかどうかである⁵²。

11 意図的ではない開示がされた場合の「遅滞なく」の意義についても定義がある。上級職
 12 員が、発行者又は発行者を代表する者(上級職員、オフィサー、従業員、または、ブロー
 13 ーカーや株主などと定期的な連絡する発行者の代理人⁵³)によって意図的ではない情報開示が
 14 行われたことを知ってから、合理的に実現可能な限り早く(ただし、24時間またはニ
 15 ューヨーク証券取引所の次の取引開始時刻より遅れてはならない)、という意味で
 16 ある⁵⁵。

17 適用の対象外となる類型として、次の3つが定められている。第1に、弁護士、投資銀
 18 行、会計士など、発行者に対して信頼又は秘密の義務(信頼義務)を負う者に対する情報
 19 開示は対象外である。第2に、開示された情報を機密にすることに明示的に合意した者に
 20 対する情報開示は対象外である。第3に、証券法に従って登録して行われる証券の募集に
 21 関して行われる連絡なども、対象外である⁵⁶。

22 Regulation FDに違反した発行者に対して、SECは、非除命令を出すことで、エンフォー
 23 スメントを実行している⁵⁷。ただし、その件数は少ない⁵⁸。Regulation FDに違反しても、Rule
 24 10b-5違反には該当しない⁵⁹。Form S-3などを利用する資格についても影響を与えない⁶⁰。
 25 Regulation FDは、分類としては、インサイダー取引規制違反にならないような行為につ
 26 いて規制する、情報開示規制に属する。もともと、情報開示によってインサイダー取引を
 27 防止する予防的な規定ともいえる⁶¹。

28 また、インサイダー取引の理論としては、情報の平等アセス論に近い考え方(アナリ
 29 ストと一般投資家との間の平等)であって、インサイダー取引規制の不正流理論とは区
 30 別

51 § 243.100(a).
 52 § 243.100(e).
 53 SEC, Commission Guidance on the Use of Company Websites, Release Nos. 34-58288, IC-28351, available at <https://www.sec.gov/rules/intem/2008/34-58288.pdf>. なお、Facebookなどのソーシャルメディアへの書き込みによる発信も、その情報へのアクセスが限定されていなかったりするという条件を満たしていれば、公衆への開示になると解されている。SEC, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings, Release No. 69279 (April 2, 2013), available at <http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69279.pdf>.
 54 § 243.100(c).
 55 § 243.100(d).
 56 § 243.100(b)(2).
 57 Baimbridge (2014) at 118.
 58 Heyman (2015) at 1109.
 59 § 243.102.
 60 § 243.103.
 61 Baimbridge (2014) at 116.

1 逆に、日本法がIR活動を妨げているとすれば問題であるが、これについては、企業がこ
 2 の規制を隠れ蓑にして投資家とのコンタクトを避けるようになっていけば、そのような弊
 3 害があるといえる。
 4 いずれにしても、アメリカ法と比較しての日本法の評価に当たっては、情報伝達・取引
 5 推奨規制によって、企業による投資家との対話やIR活動が減少したのか、経営者と個別に
 6 面談することができなくなったアナリスト等の特定の者が有意に高い収益を上げているよう
 7 な事実があるのか、アナリストレポート等が市場において果たす役割や信頼性に変化があ
 8 るか、などの事実が解明されないこと、評価することが困難である。改正が行われたばかり
 9 であるから、これについても今後の実務の展開に注視していく必要がある、この点につい
 10 ての解明は今後の研究課題とする。

11 **第5 必ずし**

12 以上の検討からは、アメリカ法について、信頼関係を基礎にインサイダー取引規制の全
 13 体を理解することは難しいといえる。学説の中には、インサイダー取引規制の現状を、「不
 14 当に獲得した情報に基づく証券取引を禁止するもの」と表現するものもある⁷⁶。さらに、Reg
 15 FDも合わせて考えれば、情報の平等理論に近づいているとすら言える。アメリカのインサ
 16 イダー取引規制のコアとなるのは信託義務違反と前掲であるが、その規制の外延を画する
 17 際には詐欺の要素が相当に薄れている。アメリカ法から学ぶべき点は、実質
 18 犯としてのインサイダー取引規制という点よりは、むしろ、知る前計画とその悪用
 19 の経験とか、Regulation FDと情報開示への影響といった、個別の論点についての規制の変
 20 化から生じた現実への影響にあるように思われる。

21 **参考文献**

22
 23
 24 Agrawal, Anup, Sahiba Chadha, and Mark A. Chen, 2006. *Who Is Afraid of*
 25 *Reg FD? The Behavior and Performance of Sell-Side Analysts Following the*
 26 *SEC's Fair Disclosure Rules*, 79 JOURNAL OF BUSINESS 2811-2834.
 27 Anderson, John P., 2015. *Anticipating A Sea Change for Insider Trading Law:*
 28 *From Trading Plan Crisis to Rational Reform*, 2015 UTAH LAW REVIEW
 29 339-389.
 30 Bailey, Warren, L. I. Haitao, Connie X. Mao, and R. U. I. Zhong, 2003.
 31 *Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and*
 32 *Corporate Responses*, 58 JOURNAL OF FINANCE 2487-2514.
 33 Baumbridge, Stephen M., 2014. *Insider trading law and policy*(Foundation
 34 Press, St Paul, MN).
 35 Fried, Jesse M., 2003. *Insider Abstinence*, 113 YALE LAW JOURNAL 455-492.
 36 Gintischel, Andreas, and Stanimir Markov, 2004. *The effectiveness of*
 37 *Regulation FD*, 37 JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS 293-314.
 38 Gomes, Armando, Gary Gorton, and Leonardo Madureira, 2007. *SEC*
 39 *Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital*, 13 JOURNAL
 40 OF CORPORATE FINANCE 300-334.
 41 Henderson, M. Todd, 2011. *Insider Trading and CEO Pay*, 64 VANDERBILT
 42 LAW REVIEW 505-555.
 43 Henderson, M. Todd, Alan D. Jagolinzer, and Iii Karl A. Muller, 2015.
 44 *Offensive Disclosure: How Voluntary Disclosure Can Increase Returns from*
 45 *Insider Trading*, 103 GEORGETOWN LAW JOURNAL 1275-1306.

⁷⁶ Nagy (2009) at 1366.

1 まずは、規制の範囲が広がるような解釈を示したものととして、United States v. Evans, 486
 2 F.3d 315 (7th Cir. 2007) がある。情報受領者にインサイダー取引規制違反が生じる根拠は、情
 3 報伝達者である内部者が会社・株主に対して負っている信託義務の派生的な義務を情報受
 4 領者が違反したからであるというのが、Dirks判決⁷⁰以来の判例法理だった。ところが、Evans
 5 判決において、第7巡回控訴裁判所は、情報伝達者が無罪とされ、情報伝達者が情報を
 6 伝達することが不適切であることを知らなかった事実であっても、情報受領者に情報伝達
 7 者と友人関係があった、情報受領者がその情報伝達が義務違反に該当して不適切であるこ
 8 とを知っていたら、情報受領者にインサイダー取引規制違反が成立するとした。この際に
 9 も、情報伝達者が個人的利益を受けるといふ要件について、そこでいう個人の利益は広い
 10 ものであるとされた⁷¹。
 11 これに対して、Newman判決⁷²において、第2巡回控訴裁判所は、単に友人関係がある
 12 というだけでは個人的利益の要件を満たすことは出来ず、客観的で重大なやりとりを生
 13 みだし、金銭またはそれと同様の価値のあるものを意味する、有意義に頼しい個人的な関
 14 係の証明がなければならぬとした。

15 **5 アナリストに関するルールの拡張傾向⁷³**

16 SECは、アナリストに対して、インサイダー取引のエンフォースメントを拡大している。
 17 たとえば、アナリスト又はアナリストから伝達を受けた個人の利益を図る目的で、アナリス
 18 トレポートが顧客に対して公表される前に、そのレポートの内容・存在を一部の個人に
 19 対してのみ開示したアナリストが、インサイダー取引規制違反に当たると主張された⁷⁴。
 20 会社の内部の情報や公開買付情報ではなく、アナリストレポートが未公表の重要情報に当
 21 たるという点で拡張している。

22 また、2015年7月16日には、FINRAの会員企業に対して、一部の顧客に対してのみア
 23 ナリストレポートを選択的に開示することを禁止するFINRA Rule 2241(g)が認可された。
 24 さらに、SECは、バイサイドのアナリストレポート（つまり、セルサイドのアナリスト
 25 レポートと違って、対象会社からの情報に基づくレポートではなく、アナリストが公表情
 26 報を集めることで作成したレポート）の公表前に、そのレポートの内容を知った者が、対
 27 象会社の株式のプットオプションを購入したということについて、そのアナリストレポ
 28 トは、インサイダー取引規制の対象となる未公表の重要情報に該当するとした⁷⁵。

29 **6 日本法との比較**

30 日本法における情報伝達・取引推奨規制（金商法167条の2）においては、目的要件があ
 31 り、重要事実の公表前に売買等させることにより他人に利益を得させ、又は他人の損失
 32 を回避させる目的で情報伝達・取引推奨することが禁止される。このような要件による
 33 限定がある点において、Regulation FDよりは規制の範囲は狭いといえる。
 34 もっとも、もしも、選択の開示という慣行がアメリカ特殊のものだとすると、日本法が
 35 Regulation FDよりも狭い規制だとしても、インサイダー取引規制として問題があるとまで
 36 はいえない。

⁷⁰ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).

⁷¹ 情報伝達者に義務違反がないのに、情報受領者が派生的に開示義務を負うというのは困難ではないかと指摘するものとして、Nagy (2009) at 1348.

⁷² United States v. Newman, 773 F.3d 438 (2d Cir. 2014).

⁷³ 以下の記述は、Tseplman (2015) at 372-377 に負うところが大きい。

⁷⁴ In re Bolan, Securities Act Release No. 33-9659, Exchange Act Release No. 34-73244, 2014 WL 4803778 (2014).

⁷⁵ In re Peixoto, Exchange Act Release No. 34-73263, 2014 WL 4826820 (2014).

- 1 Heyman, Susan B., 2015. *Rethinking Regulation Fair Disclosure and*
 2 *Corporate Free Speech*, 36 CARDOZO LAW REVIEW 1099-1147.
 3 Jagolinzer, Alan D., 2009. *SEC Rule 10b5-1 and Insiders' Strategic Trade*, 55
 4 MANAGEMENT SCIENCE 224-239.
 5 Langevoort, Donald C., 2013. *What Were They Thinking? Insider Trading and*
 6 *the Scientist Requirement*(Research Handbooks in Corporate Law and
 7 Governance. Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar).
 8 Mohanram, Partha S., and Shyam V. Sunder, 2006. *How Has Regulation FD*
 9 *Affected the Operations of Financial Analysts?*, 23 CONTEMPORARY
 10 ACCOUNTING RESEARCH 491-525.
 11 Muth, Karl T., 2009. *With Avarice Aforethoughts: Insider Trading and 10b5-1*
 12 *Plans*, 10 U.C. DAVIES BUSINESS LAW JOURNAL 65-82.
 13 Nagy, Donna M., 2009. *Insider Trading and the Gradual Demise of Fiduciary*
 14 *Principles*, 94 IOWA LAW REVIEW 1315-1379.
 15 Pulliam, Susan, and R. O. B. Barry, 2012. *Executives' Good Luck In Trading*
 16 *Own Stock. (cover story)*, 260 WALL STREET JOURNAL - EASTERN EDITION
 17 A1-A12.
 18 Shotzberger, William, 2015. *Business and Friendship Don't Mix: The*
 19 *Government's Expansion of Insider Trading Liability Under SEC Rule 10b5-2*, 65
 20 SYRACUSE LAW REVIEW 579-604.
 21 Solomon, David, and Eugene Soltes, 2015. *What Are We Meeting For? The*
 22 *Consequences of Private Meetings with Investors*, 58 JOURNAL OF LAW &
 23 ECONOMICS 325-355.
 24 Truiper, Jane, 2014. *10b5-1 PLANS: FURTHER OBSCURING THE*
 25 *"SMOKING GUN" AND PROPOSALS FOR CHANGE*, 16 UNIVERSITY OF
 26 PENNSYLVANIA JOURNAL OF BUSINESS LAW 937-971.
 27 Tsepelman, Bernard, 2015. *A Safe Harbor for Communicating or Trading on*
 28 *Material Nonpublic Information Obtained Through "Replicable" Methods or*
 29 *Strategies: Proposed SEC Rule 10b5-SH*, 37 CARDOZO LAW REVIEW 353-391.
 30 Veliotis, Stanley, 2010. *Rule 10b5-1 Trading Plans and Insiders' Incentive to*
 31 *Misrepresent*, 47 AMERICAN BUSINESS LAW JOURNAL 313-359.
 32 Ventonuzzo, Marco, 2015. *Comparing Insider Trading in the United States*
 33 *and in the European Union: History and Recent Developments*, 11 EUROPEAN
 34 COMPANY & FINANCIAL LAW REVIEW 554-593.
 35 黒沼悦郎, 2004. *アメリカ証券取引法*(弘文堂, 東京).
 36 藤林大地, 2010. *盗取した未公開情報に基づく証券取引と証券取引所法*
 37 *10 条(b)項の「欺瞞的」策略の意義*, 1910 商事法務 55-59.
 38
 39

資料2 SEC規則

出典：
http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4:0.1.1&rgn=div5#se17.4.240_110b_65

\$240.10b-5 Employment of manipulative and deceptive devices.

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

- (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
 - (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
 - (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,
- in connection with the purchase or sale of any security.

(Sec. 10; 48 Stat. 891; 15 U.S.C. 78j)

[13 FR 8183, Dec. 22, 1948, as amended at 16 FR 7928, Aug. 11, 1951]

\$240.10b5-1 Trading "on the basis of material nonpublic information in insider trading cases.

Preliminary Note to §240.10b5-1: This provision defines when a purchase or sale constitutes trading "on the basis of" material nonpublic information in insider trading cases brought under Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5 thereunder. The law of insider trading is otherwise defined by judicial opinions construing Rule 10b-5, and Rule 10b5-1 does not modify the scope of insider trading law in any other respect.

(a) *General.* The "manipulative and deceptive devices" prohibited by Section 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78j) and §240.10b-5 thereunder include, among other things, the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.

(b) *Definition of "on the basis of."* Subject to the affirmative defenses in paragraph (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is "on the basis of" material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale.

(c) *Affirmative defenses.* (1)(i) Subject to paragraph (c)(1)(ii) of this section, a person's purchase or sale is not "on the basis of" material nonpublic information if the person making the purchase or sale demonstrates that:

- (A) Before becoming aware of the information, the person had:
 - (1) Entered into a binding contract to purchase or sell the security.
 - (2) Instructed another person to purchase or sell the security for the

資料1 1934年証券取引所法10条

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange—

(a)(1) To effect a short sale, or to use or employ any stop-loss order in connection with the purchase or sale, of any security other than a government security, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2) Paragraph (1) of this subsection shall not apply to security futures products.

(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(c)(1) To effect, accept, or facilitate a transaction involving the loan or borrowing of securities in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(2) Nothing in paragraph (1) may be construed to limit the authority of the appropriate Federal banking agency (as defined in section 1813(g) of title 12), the National Credit Union Administration, or any other Federal department or agency having a responsibility under Federal law to prescribe rules or regulations restricting transactions involving the loan or borrowing of securities in order to protect the safety and soundness of a financial institution or to protect the financial system from systemic risk.

Rules promulgated under subsection (b) that prohibit fraud, manipulation, or insider trading (but not rules imposing or specifying reporting or recordkeeping requirements, procedures, or standards as prophylactic measures against fraud, manipulation, or insider trading), and judicial precedents decided under subsection (b) and rules promulgated thereunder that prohibit fraud, manipulation, or insider trading, shall apply to security-based swap agreements to the same extent as they apply to securities. Judicial precedents decided under section 77q(a) of this title and sections 78i, 78o, 78p, 78t, and 78u-1 of this title, and judicial precedents decided under applicable rules promulgated under such sections, shall apply to security-based swap agreements to the same extent as they apply to securities.

(June 6, 1934, ch. 404, title I, § 10, 48 Stat. 891; Pub. L. 106-554, § 1(a)(6) [title II, § 206(c), title III, § 303(d)], Dec. 21, 2000, 114 Stat. 2763, 2763A-432, 2763A-454; Pub. L. 111-203, title VII, § 702(d)(3), title IX, §§ 929L(2), 984(a), July 21, 2010, 124 Stat. 1761, 1861, 1932.)

instructing person's account, or

(2) Adopted a written plan for trading securities;

(B) The contract, instruction, or plan described in paragraph (c)(1)(i)(A) of this Section;

(1) Specified the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold;

(2) Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; or

(3) Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so; and

(C) The purchase or sale that occurred was pursuant to the contract, instruction, or plan. A purchase or sale is not "pursuant to a contract, instruction, or plan" if, among other things, the person who entered into the contract, instruction, or plan altered or deviated from the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities (whether by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale), or entered into or altered a corresponding or hedging transaction or position with respect to those securities.

(ii) Paragraph (c)(1)(i) of this section is applicable only when the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities was given or entered into in good faith and not as part of a plan or scheme to evade the prohibitions of this section.

(iii) This paragraph (c)(1)(iii) defines certain terms as used in paragraph (c) of this Section.

(A) *Amount*. "Amount" means either a specified number of shares or other securities or a specified dollar value of securities.

(B) *Price*. "Price" means the market price on a particular date or a limit price, or a particular dollar price.

(C) *Date*. "Date" means, in the case of a market order, the specific day of the year on which the order is to be executed (or as soon thereafter as is practicable under ordinary principles of best execution). "Date" means, in the case of a limit order, a day of the year on which the limit order is in force.

(2) A person other than a natural person also may demonstrate that a purchase or sale of securities is not "on the basis of" material nonpublic information if the person demonstrates that:

(i) The individual making the investment decision on behalf of the person to purchase or sell the securities was not aware of the information; and

(ii) The person had implemented reasonable policies and procedures, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individuals making investment decisions would not violate the laws prohibiting trading on the basis of material nonpublic information. These policies and procedures may include those that restrict any purchase, sale, and causing any purchase or sale of any security as to which the person has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.

[65 FR 51737, Aug. 24, 2000]

2 / 6

§240.10b5-2 Duties of trust or confidence in misappropriation insider trading cases.

Preliminary Note to §240.10b5-2: This section provides a non-exclusive definition of circumstances in which a person has a duty of trust or confidence for purposes of the "misappropriation" theory of insider trading under Section 10(b) of the Act and Rule 10b-5. The law of insider trading is otherwise defined by judicial opinions construing Rule 10b-5, and Rule 10b5-2 does not modify the scope of insider trading law in any other respect.

(a) *Scope of Rule*. This section shall apply to any violation of Section 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78j(b)) and §240.10b-5 thereunder that is based on the purchase or sale of securities on the basis of, or the communication of, material nonpublic information misappropriated in breach of a duty of trust or confidence.

(b) *Enumerated "duties of trust or confidence."* For purposes of this section, a "duty of trust or confidence" exists in the following circumstances, among others:

(1) Whenever a person agrees to maintain information in confidence;

(2) Whenever the person communicating the material nonpublic information and the person to whom it is communicated have a history, pattern, or practice of sharing confidences, such that the recipient of the information knows or reasonably should know that the person communicating the material nonpublic information expects that the recipient will maintain its confidentiality; or

(3) Whenever a person receives or obtains material nonpublic information from his or her spouse, parent, child, or sibling; *provided*, however, that the person receiving or obtaining the information may demonstrate that no duty of trust or confidence existed with respect to the information, by establishing that he or she neither knew nor reasonably should have known that the person who was the source of the information expected that the person would keep the information confidential, because of the parties' history, pattern, or practice of sharing and maintaining confidences, and because there was no agreement or understanding to maintain the confidentiality of the information.

[65 FR 51738, Aug. 24, 2000]

§ 243.100 General rule regarding selective disclosure.

(a) Whenever an issuer, or any person acting on its behalf, discloses any material nonpublic information regarding that issuer or its securities to any person described in paragraph (b)(1) of this section, the issuer shall make public disclosure of that information as provided in §243.101(e):

(1) Simultaneously, in the case of an intentional disclosure; and

(2) Promptly, in the case of a non-intentional disclosure.

(b)(1) Except as provided in paragraph (b)(2) of this section, paragraph (a) of this section shall apply to a disclosure made to any person outside the issuer:

(i) Who is a broker or dealer, or a person associated with a broker or dealer, as those terms are defined in Section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a));

3 / 6

under the Securities Act.

[65 FR 51738, Aug. 24, 2000, as amended at 70 FR 44829, Aug. 3, 2005; 74 FR 63865, Dec. 4, 2009; 75 FR 61051, Oct. 4, 2010; 76 FR 71877, Nov. 21, 2011]

§ 243.101 Definitions.

This section defines certain terms as used in Regulation FD (§§243.100-243.103).

(a) **Intentional.** A selective disclosure of material nonpublic information is "intentional" when the person making the disclosure either knows, or is reckless in not knowing, that the information he or she is communicating is both material and nonpublic.

(b) **Issuer.** An "issuer" subject to this regulation is one that has a class of securities registered under Section 12 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78l), or is required to file reports under Section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78o(d)), including any closed-end investment company (as defined in Section 5(a)(2) of the Investment Company Act of 1940) (15 U.S.C. 80a-5(a)(2)), but not including any other investment company or any foreign government or foreign private issuer, as those terms are defined in Rule 405 under the Securities Act (§230.405 of this chapter).

(c) **Person acting on behalf of an issuer.** "Person acting on behalf of an issuer" means any senior official of the issuer (or, in the case of a closed-end investment company, a senior official of the issuer's investment adviser), or any other officer, employee, or agent of an issuer who regularly communicates with any person described in §243.100(b)(1)(i), (ii), or (iii), or with holders of the issuer's securities. An officer, director, employee, or agent of an issuer who discloses material nonpublic information in breach of a duty of trust or confidence to the issuer shall not be considered to be acting on behalf of the issuer.

(d) **Promptly.** "Promptly" means as soon as reasonably practicable (but in no event after the later of 24 hours or the commencement of the next day's trading on the New York Stock Exchange) after a senior official of the issuer (or, in the case of a closed-end investment company, a senior official of the issuer's investment adviser) learns that there has been a non-intentional disclosure by the issuer or person acting on behalf of the issuer of information that the senior official knows, or is reckless in not knowing, is both material and nonpublic.

(e) **Public disclosure.** (1) Except as provided in paragraph (e)(2) of this section, an issuer shall make the "public disclosure" of information required by §243.100(a) by furnishing to or filing with the Commission a Form 8-K (17 CFR 249.308) disclosing that information.

(2) An issuer shall be exempt from the requirement to furnish or file a Form 8-K if it instead disseminates the information through another method (or combination of methods) of disclosure that is reasonably designed to provide broad, non-exclusionary distribution of the information to the public.

(f) **Senior official.** "Senior official" means any director, executive officer (as defined in §240.3b-7 of this chapter), investor relations or public relations officer, or other person with similar functions.

(ii) **Who is an investment adviser,** as that term is defined in Section 202(a)(11) of the Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-2(a)(11)); an institutional investment manager, as that term is defined in Section 13(f)(6) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m(f)(6)), that filed a report on Form 13F (17 CFR 249.325) with the Commission for the most recent quarter ended prior to the date of the disclosure, or a person associated with either of the foregoing. For purposes of this paragraph, a "person associated with an investment adviser or institutional investment manager" has the meaning set forth in Section 202(a)(17) of the Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-2(a)(17)), assuming for these purposes that an institutional investment manager is an investment adviser.

(iii) **Who is an investment company,** as defined in Section 3 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-3), or who would be an investment company but for Section 3(c)(1) (15 U.S.C. 80a-3(c)(1)) or Section 3(c)(7) (15 U.S.C. 80a-3(c)(7)) thereof, or an affiliated person of either of the foregoing. For purposes of this paragraph, "affiliated person" means only those persons described in Section 2(a)(3)(C), (D), (E), and (F) of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-2(a)(3)(C), (D), (E), and (F)), assuming for these purposes that a person who would be an investment company but for Section 3(c)(1) (15 U.S.C. 80a-3(c)(1)) or Section 3(c)(7) (15 U.S.C. 80a-3(c)(7)) of the Investment Company Act of 1940 is an investment company; or

(iv) **Who is a holder of the issuer's securities,** under circumstances in which it is reasonably foreseeable that the person will purchase or sell the issuer's securities on the basis of the information.

(2) Paragraph (a) of this section shall not apply to a disclosure made:

(i) To a person who owes a duty of trust or confidence to the issuer (such as an attorney, investment banker, or accountant);

(ii) To a person who expressly agrees to maintain the disclosed information in confidence;

(iii) In connection with a securities offering registered under the Securities Act, other than an offering of the type described in any of Rule 415(a)(1)(i) through (vi) under the Securities Act (§230.415(a)(1)(i) through (vi) of this chapter) (except an offering of the type described in Rule 415(a)(1)(i) under the Securities Act (§230.415(a)(1)(i) of this chapter) also involving a registered offering, whether or not underwritten, for capital formation purposes for the account of the issuer (unless the issuer's offering is being registered for the purpose of evading the requirements of this section)), if the disclosure is by any of the following means:

(A) A registration statement filed under the Securities Act, including a prospectus contained therein;

(B) A free writing prospectus used after filing of the registration statement for the offering or a communication falling within the exception to the definition of prospectus contained in clause (a) of section 2(a)(10) of the Securities Act;

(C) Any other Section 10(b) prospectus;

(D) A notice permitted by Rule 135 under the Securities Act (§230.135 of this chapter);

(E) A communication permitted by Rule 134 under the Securities Act (§230.134 of this chapter); or

(F) An oral communication made in connection with the registered securities offering after filing of the registration statement for the offering

(g) Securities offering. For purposes of §243.100(b)(2)(iv):

(1) Underwritten offerings. A securities offering that is underwritten commences when the issuer reaches an understanding with the broker-dealer that is to act as managing underwriter and continues until the later of the end of the period during which a dealer must deliver a prospectus or the sale of the securities (unless the offering is sooner terminated);

(2) Non-underwritten offerings. A securities offering that is not underwritten: (i) If covered by Rule 415(a)(1)(x) (§230.415(a)(1)(x) of this chapter) commences when the issuer makes its first bona fide offer in a takedown of securities and continues until the later of the end of the period during which each dealer must deliver a prospectus or the sale of the securities in that takedown (unless the takedown is sooner terminated);

(ii) If a business combination as defined in Rule 165(f)(1) (§230.165(f)(1) of this chapter), commences when the first public announcement of the transaction is made and continues until the completion of the vote or the expiration of the tender offer, as applicable (unless the transaction is sooner terminated);

(iii) If an offering other than those specified in paragraphs (a) and (b) of this section, commences when the issuer files a registration statement and continues until the later of the end of the period during which each dealer must deliver a prospectus or the sale of the securities (unless the offering is sooner terminated).

§ 243.102 No effect on antifraud liability.

No failure to make a public disclosure required solely by §243.100 shall be deemed to be a violation of Rule 10b-5 (17 CFR 240.10b-5) under the Securities Exchange Act.

§ 243.103 No effect on Exchange Act reporting status.

A failure to make a public disclosure required solely by §243.100 shall not affect whether:

(a) For purposes of Forms S-2 (17 CFR 239.12), S-3 (17 CFR 239.13), S-8 (17 CFR 239.16b) and SF-3 (17 CFR 239.45) under the Securities Act, an issuer is deemed to have filed all the material required to be filed pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m or 78o(d)) or, where applicable, has made those filings in a timely manner; or

(b) There is adequate current public information about the issuer for purposes of §230.144(c) of this chapter (Rule 144(c)).

[65 FR 51738, Aug. 24, 2000, as amended at 79 FR 57344, Sept. 24, 2014]

資料3 10b5-1 Planの開示例 (その1)

出典：
http://services.comerate-ir.net/SEC/Document_Service?cd=P3YvhdDhSFIwY0RvdKxvRndhtLzUwWleIcmOvhdZzWjgTGI0dmJITOWdM2R1Yk5aFpDNXdhSEFAwVdOMGEXOXVQVlpVLmlhacGNH1Xm53VD84TURVM0D9EazBPUPj6zFdkempXUUTOVGM9JmR5sGUS9MvZmbjIDYXp3pGfS725RmIuYw5jwF5029vc5vGY
 CAPITAL ONE FINANCIAL CORP. FORM TYPE: 8-K, DOCUMENT DATE: November 13, 2015, FILING DATE: November 13, 2015.

Item 8.01 Other Events.

On November 13, 2015, Richard D. Fairbank, Chair and Chief Executive Officer of Capital One Financial Corporation (the "Company"), adopted a pre-arranged stock trading plan (the "Plan") providing for the exercise of certain employees' stock options and the sale of shares of common stock of the Company issued upon exercise of the options. The Plan covers options to purchase 594,851 shares granted as compensation to Mr. Fairbank in December 2006 with a strike price of \$76.45 (the "2006 Options") and options to purchase 1,661,780 shares granted as compensation to Mr. Fairbank in December 2007 with a strike price of \$50.99 (the "2007 Options") and, collectively with the 2006 Options, the "Plan Options"). The Plan Options were granted to Mr. Fairbank in lieu of any base salary, cash bonus or other long-term incentives for performance in 2007 and 2008. The 2006 Options will expire in December 2016 and the 2007 Options will expire in December 2017. The sales under the Plan are intended to help diversify Mr. Fairbank's personal investment holdings.

The transactions under the Plan are expected to occur no earlier than July 2016. The Plan expires in November 2017. The Plan was established under Rule 10b5-1 of the Securities Exchange Act of 1934 and the Company's policies regarding stock transactions. The transactions will be disclosed publicly in Form 144 and Form 4 filings with the Securities and Exchange Commission.

資料4 10b5-1 Planの開示例 (その2)

出典 NATIONAL CINEMEDIA, LLC, FORM TYPE: 8-K, DOCUMENT DATE: August 15, 2015, FILING DATE: October 21, 2015
<http://investor.nem.com/secfiling.cfm?filingID=1193125-15-348700&CIK=1527190>

Item 8.01 Other Events.

On August 15, 2015, Mr. Hall, amended his pre-arranged stock trading plan that would have expired on December 31, 2015 and replaced it with a new stock trading plan (the "Plan"). The New Plan that is effective November 16, 2015 through December 30, 2016 will allow Mr. Hall to sell shares of the Company's common stock for personal financial management purposes in accordance with Rule 10b5-1 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended, and the Company's insider trading policies regarding stock transactions.

Consistent with Mr. Hall's previous selling plan, the new Plan provides for the sale of up to 125,000 shares, provided certain new limit prices set forth in the Plan (and shown below) are met. The total number of shares covered by the Plan represents approximately 29% of the Company shares held by Mr. Hall in brokerage accounts and approximately 7% of the shares currently held by Mr. Hall in brokerage accounts plus those shares that could vest or be exercised in the future, comprised of Mr. Hall's unvested restricted shares and vested stock options. Shares under the Plan may be sold in two tranches in the open market at prevailing market prices as summarized below, subject to the Limit Prices and specified daily volume limits set forth in the Plan:

TRANCHE #	TRADING PERIODS	# OF SHARES TO SELL EACH TRADING PERIOD	LIMIT PRICE
1	11/16/15 - 12/30/16	75,000	\$ 17.00
2	11/16/15 - 12/30/16	50,000	\$ 19.00
Total Plan Shares		125,000	

Under Rule 10b5-1 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended, directors, officers and other persons who are not in possession of material, non-public information may adopt a pre-arranged plan or contract for sale of the Company's securities under specified conditions and at specified times to achieve prudent and gradual asset diversification over time. Once the plan is in place, the executive may not retain or exercise any discretion over trading under the plan, although the executive may later amend or terminate the plan. The broker administering the plan is authorized to trade company shares in volumes and at times determined independently by the broker, subject to limitations set forth in the plan.

○ 有価証券の取引等の規制に関する内閣府令(平成十九年内閣府令第五十九号)

改正案	現行
<p>(定義)</p> <p>第一条 この府令において「有価証券」、「有価証券の募集」、「有価証券の売出し」、「発行者」、「金融商品取引業」、「金融商品取引業者」、「目論見書」、「認可金融商品取引業協会」、「金融商品市場」、「金融商品取引所」、「取引所金融商品市場」、「デリバティブ取引」、「市場デリバティブ取引」、「店頭デリバティブ取引」又は「外国市場デリバティブ取引」とは、それぞれ金融商品取引法(以下「法」という。)第二条に規定する有価証券、有価証券の募集、有価証券の売出し、発行者、金融商品取引業、金融商品取引業者、目論見書、認可金融商品取引業協会、金融商品市場、金融商品取引所、取引所金融商品市場、デリバティブ取引、市場デリバティブ取引、店頭デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引をいう。</p> <p>2・3 (略)</p> <p>(取得又は保有の態様その他の事情を勘案して取得又は保有する議決権から除く議決権)</p> <p>第二十四条 法第百六十三条第一項に規定する取得又は保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものは、次に掲げる株式に</p>	<p>(定義)</p> <p>第一条 この府令において「有価証券」、「有価証券の募集」、「有価証券の売出し」、「発行者」、「金融商品取引業」、「金融商品取引業者」、「目論見書」、「認可金融商品取引業協会」、「金融商品市場」、「金融商品取引所」、「取引所金融商品市場」、「市場デリバティブ取引」、「店頭デリバティブ取引」又は「外国市場デリバティブ取引」とは、それぞれ金融商品取引法(以下「法」という。)第二条に規定する有価証券、有価証券の募集、有価証券の売出し、発行者、金融商品取引業、金融商品取引業者、目論見書、認可金融商品取引業協会、金融商品市場、金融商品取引所、取引所金融商品市場、市場デリバティブ取引、店頭デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引をいう。</p> <p>2・3 (略)</p> <p>(取得又は保有の態様その他の事情を勘案して取得又は保有する議決権から除く議決権)</p> <p>第二十四条 法第百六十三条第二項に規定する取得又は保有の態様その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものは、次に掲げる株式に</p>

係る議決権とする。

一 (略)

二 有価証券関連業(法第二十八条第八項に規定する有価証券関連業をいう。第五十九条第一項第十四号ロ及び第六十二条第三号において同じ。)を行う者が有価証券の引受け(法第二条第八項第六号に規定する有価証券の引受けをいう。)又は売出し若しくは特定投資家向け売付け勧誘等を行う業務により取得した株式

三 (略)

(重要事実に係る規制の適用除外)

第五十九条 法第百六十六条第六項第十二号に規定する上場会社等に係る同条第一項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に締結された当該上場会社等の特定有価証券に係る売買等に関する規約の履行又は上場会社等に係る同項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に決定された当該上場会社等の特定有価証券に係る売買等の計画の実行として売買等をする場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

一〜十三 (略)

十四 前各号に掲げる場合のほか、次に掲げる要件の全てに該当する場合

イ 業務等に関する重要事実を知る前に締結された特定有価証券等に係る売買等に関する書面による契約の履行又は業務等に関する重要事実を知る前に決定された特定有価証券に係る売買

係る議決権とする。

一 (略)

二 有価証券関連業(法第二十八条第八項に規定する有価証券関連業をいう。第六十二条第三号において同じ。)を行う者が有価証券の引受け(法第二条第八項第六号に規定する有価証券の引受けをいう。)又は売出し若しくは特定投資家向け売付け勧誘等を行う業務により取得した株式

三 (略)

(重要事実に係る規制の適用除外)

第五十九条 法第百六十六条第六項第十二号に規定する上場会社等に係る同条第一項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に締結された当該上場会社等の特定有価証券に係る売買等に関する規約の履行又は上場会社等に係る同項に規定する業務等に関する重要事実を知る前に決定された当該上場会社等の特定有価証券に係る売買等の計画の実行として売買等をする場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

一〜十三 (略)

(新設)

等の書面による計画の履行として売買等を行うこと。

ロ 業務等に関する重要事実を知る前に、次に掲げるいずれかの措置が講じられたこと。

(1) 当該契約又は計画の写しが、金融商品取引業者（法第二十八條第一項に規定する第一種金融商品取引業者（有価証券関連業に該当するもの）に限り、法第二十九條の四の二第十項に規定する第一種少額電子募集取扱業務のみを行うものを除く。）を行う者に送られ、並びに第六十三條第二項第十四号ロ（ロ）及びロ（ロ）に対して提出され、当該提出の日付について当該金融商品取引業者による確認を受けたこと（当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合を除く。）。

(2) 当該契約又は計画に確定日付が付されたこと（金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る。）。

(3) 当該契約又は計画が法第六十六條第四項に定める公表の措置に準じ公表の統覧に供されたこと。

ハ 当該契約の履行又は当該計画の履行として行う売買等につき、売買等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における売買等の総額又は数（フリベレイズ取引にあつては、これらに相当する事項）が、当該契約若しくは計画において特定されていること、又は当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた範囲の余地がない方式により決定されること。

2 ～ 4 (略)

(公開買付け等に係る規制の適用除外)

第六十三條 法第六十七條第五項第十四号に規定する公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する契約の履行又は公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等の計画の履行として買付け等又は売付け等をなす場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

一 ～ 十三 (略)

十四 前各号に掲げる場合のほか、次に掲げる要件の全てに該当する場合

イ 公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する書面による契約の履行又は公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等の書面による計画の履行として買付け等若しくは売付け等を行うこと。

ロ 公開買付け等事実を知る前に、次に掲げるいずれかの措置が講じられたこと。

(1) 当該契約又は計画の写しが、金融商品取引業者に対して提

2 ～ 4 (略)

(公開買付け等に係る規制の適用除外)

第六十三條 法第六十七條第五項第十四号に規定する公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に締結された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等に関する契約の履行又は公開買付者等の公開買付け等事実を知る前に決定された当該公開買付け等に係る株券等に係る買付け等若しくは売付け等の計画の履行として買付け等又は売付け等をなす場合のうち内閣府令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

一 ～ 十三 (略)

(新設)

<p>出され、当該提出の日付について当該金融商品取引業者による確認を受けたこと（当該金融商品取引業者が当該契約を締結した相手方又は当該計画を共同して決定した者である場合を除く。）。</p> <p>(2) 当該契約又は計画に確定日付が付されたこと（金融商品取引業者が当該契約を締結した者又は当該計画を決定した者である場合に限る。）。</p> <p>(3) 当該契約又は計画が法第百六十七条第四項に定める公表の措置に準じ公表の措置に供されたこと。</p> <p>ハ 当該契約の履行又は当該計画の履行として行う買付け等又は売付け等につき、買付け等又は売付け等の別、銘柄及び期日並びに当該期日における買付け等又は売付け等の総額又は数（フリベティフ取引にあつては、これらに相当する事項）が、当該契約若しくは計画において特定されていること、又は当該契約若しくは計画においてあらかじめ定められた数量の余裕がないうちにより決定されること。</p> <p>2 / 4 (略)</p>	<p>2 / 4 (略)</p>
--	------------------

附 則

(施行期日)

1 この府令は、平成二十七年九月十六日から施行する。

(罰則の適用に関する経過措置)

2 この府令の施行前にした行為に対する罰則の適用については、なお従前の例による。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

コーポレートガバナンス・コード<理論編>

2016年1月22日(金) 15:00~16:53

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
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	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授

【報 告】

コーポレートガバナンス・コード<理論編>

京都大学大学院法学研究科教授

北 村 雅 史

目 次

- | | |
|-----------------------------|-------------------------------|
| I. はじめに | V. コーポレートガバナンス・コードの構成 |
| II. コーポレートガバナンス・コード策定の経緯 | VI. コーポレートガバナンス・コードの特徴 |
| 1. 「日本再興戦略」と有識者会議「原案」 | 1. 攻めのガバナンス |
| 2. 諸外国の状況 | 2. モニタリング・モデルの志向 |
| III. コーポレートガバナンス・コードの目的 | 3. ステークホルダー重視 |
| IV. コーポレートガバナンス・コードの規律・適用手法 | 4. 株主の権利の実効性確保 |
| 1. プリンシプルベース・アプローチ | VII. おわりに——コーポレートガバナンス・コードの影響 |
| 2. コンプライ・オア・エクスプレイン | 討論 |

○前田 定刻になりましたので、2016年1月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

この研究会では、これから3回にわたりましてコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの検討を行っていくことになりました。本日は、その第1回目として、京都大学の北村雅史先生より「コーポレートガバナンス・コード<理論編>」と題してご報告をいただくことになっております。

それでは、北村先生、よろしくお願いいたします。

○北村

I. はじめに

私が担当いたしますのは、「コーポレートガバナンス・コード<理論編>」であり、来月が実務

編となります。理論編と実務編の線引きはよくわからないところがございますが、コーポレートガバナンス・コードに含まれる各原則の個別的な解釈や実務上の留意事項などが実務編になるのだと思われま。そこで、本日の報告では、コーポレートガバナンス・コードに関する総論的な検討を行います。

具体的には、コーポレートガバナンス・コードの策定に至る経緯、諸外国の状況、コーポレートガバナンス・コードの目的・規律・適用方法・構成・特徴等について考察いたします。

II. コーポレートガバナンス・コード策定の経緯

1. 「日本再興戦略」と有識者会議「原案」

コーポレートガバナンス・コードの策定は、2014年6月に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—」を受けたものです。2014

年版の「日本再興戦略」では、コーポレートガバナンス・コードの策定について以下のように述べられています。

まず、「日本企業の稼ぐ力、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民に均てんさせるには」「コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し」「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する必要がある」との改訂の戦略が明らかにされます（第一総論Ⅱ 1（1））。そして、この戦略に基づく施策の一つとして、東京証券取引所が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要請しています（第一Ⅳ 1（1））。そのための具体的なアクションプランとして、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等やOECDコーポレートガバナンス原則を踏まえて、わが国の実情に適合し、国際的にも評価が得られるようなコードを、2015年の株主総会シーズンに間に合うように策定するものとされました（第二 3つのアクションプラン ー1（3））。

これを受けまして、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よって検討が進められ、2015年3月5日に「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「コード(原案)」という)が公表されました。これが有識者会議の最終成果ですが、「原案」となっているのは、これをもとに各証券取引所においてコーポレートガバナンス・コードが策定されることが想定されているからです。

コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所において上場規則に添付され、2015年6月1日から施行されました。ほかの証券取引所でも同じように施行されるに至っています。証券取引所におけるコーポレートガバナンス・コードの実施方法については、後に述べることにします。

なお、これまで日本に、コーポレートガバナンスに関して法令以外にある程度統一的な規範がなかったわけではありません。東京証券取引所は、

2004年に、上場会社のコーポレートガバナンスの充実に向けた環境整備の一環として、わが国におけるコーポレートガバナンスに対する共通認識の基盤を提供するという目的のもと、「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を取りまとめました。この原則は、2009年に改訂されるとともに、上場規程の企業行動規範において、上場会社はこの原則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旨が定められました（2015年5月改正前東京証券取引所有価証券上場規程 445条の3）。

「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、経済協力開発機構（以下「OECD」という）コーポレートガバナンス原則の枠組みに従った章立てとなっていましたが、5項目の基本原則とそれぞれについての留意事項が箇条書きになっているのみで、上場規程上も、上場会社はそれを尊重することだけが定められているなど、内容及び実施方法について今回のコーポレートガバナンス・コードに比べるとかなり不十分であったと言えます。

2. 諸外国の状況

コーポレートガバナンスに関する規範の策定は、企業社会が発展したほとんどの国で取り組まれています。ただし、その手法は米国とそれ以外の国では大きく異なります。

会社法制の改革が「コーポレートガバナンス」という言葉を用いて行われるようになったのは、米国が最初であると思います。米国法律協会(American Law Institute)が、10年余にわたる検討の末、1992年に公表した「コーポレートガバナンスの原理：分析と勧告」(Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations)は、世界各国のコーポレートガバナンスに関する議論に大きな影響を及ぼしました。

米国におけるコーポレートガバナンス規範への取り組みは、コードという形ではなく、証券取引所法等の改革、21世紀について言えば、2002年のサ

ーベンス＝オクスレー法や 2010 年制定のドッド＝フランク法などによる改正のほか、SEC 規則や証券取引所の上場規則により、いわゆるルールベースの規制の形で行われています。例えば取締役会における独立取締役の割合、監査委員会・指名委員会・報酬委員会などの委員会の設置、そしてその委員の構成などは、ルールどおり上場会社に義務付けられることになります。

一方、欧州諸国をはじめとする多くの国では、法令等の制定のほかにコーポレートガバナンス・コードを策定し、後述のプリンシプルベースでコンプライ・オア・エクスプレインの手法による規律が行われています。

コーポレートガバナンス・コードの先駆者というべき国としては、英国がすぐに思い浮かびます。英国では、1992 年のキャドベリー委員会報告書、1995 年のグリーンブリー委員会報告書、そして 1998 年のハンペル委員会報告書に含まれる規範・原則が統合されまして、「統合規程 (Combined Code)」が 1998 年にロンドン証券取引所の上場規則に添付されました。2010 年に、財務報告評議会 (FRC=Financial Reporting Council) が「統合規程」を再編成しまして、上場会社に対する規律を「英国コーポレートガバナンス・コード (UK Corporate Governance Code)」として取りまとめました。そのときに、機関投資家向けの規律はスチュワードシップ・コード (UK Stewardship Code) として分離されました。

英国のコーポレートガバナンス・コードは、それ自体法的拘束力があるものではありませんが、上場会社は、英国コーポレートガバナンス・コードの定めを遵守したかどうか、ある定めを遵守しなかった場合はその理由を年次財務報告書 (annual financial report) に記載しなければなりません (Financial Conduct Authority Handbook Listing rules 9.8.6(6))。

ドイツでは、コーポレートガバナンス規制等に関する政府委員会が、2001 年に「ドイツ・コーポレートガバナンス・コード (Deutscher Corporate Governance Kodex)」を作成し、上場会社は、ド

イツ・コーポレートガバナンス・コードの遵守状況を開示しなければならないものとされました。

ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの遵守状況の開示の義務は、株式法に規定されています (161 条 1 項)。遵守状況の開示とは、コーポレートガバナンス・コードの提示する勧告に従っているかどうか、従っていない場合はその理由を述べるというものです。

フランスでは、2008 年にコーポレートガバナンス・コードが策定され、上場会社がコンプライ・オア・エクスプレインの手法でコードの遵守状況を開示することが、商法上要請されています。

これ以外の欧州の主要国のほか、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、香港などでも、プリンシプルベース・アプローチでコンプライ・オア・エクスプレインの手法によるコーポレートガバナンス・コードが策定されていまして、2014 年段階でコーポレートガバナンス・コードを持たない先進国は、米国と日本だけと言われました。

日本では、コーポレートガバナンス・コードに先立ち、2014 年 2 月にスチュワードシップ・コードが策定され、2015 年 6 月にコーポレートガバナンス・コードが施行されましたから、両方のコードを持つという意味で、英国並みのコード先進国になりました。

米国でなぜコーポレートガバナンス・コードがないのかということについて、いくつかの分析があります。例えば米国では会社法の管轄が州にありますので、ドイツやフランスのように会社法に根拠を持つコードを策定するのは困難であるとか、コーポレートガバナンスについて実効的・強制的な規律をするためには、プリンシプルベースではなくて、ルールベース・アプローチがよいという方針のもと、規律する範囲が広過ぎるので統一的なルールが作れないため、法令、取引所規則等々により分権的規制が採用される、という理由が挙げられています (神作裕之「コーポレートガバナンス・コードの法制的検討」商事法務 2068 号 16 頁)。このほか、法制上の理由ではありませんが、

アクティビスト活動が活発で大手機関投資家が企業の長期的価値創造のために盛んに意見発信をしてきたという事情がもともとあるからだという分析もあります(武井一浩「ガバナンス・コードを踏まえた取締役会の機能性と自己評価」商事法務2069号7頁)。

もちろん、米国以外の国々でも、ルールベースのコーポレートガバナンス規制は存在します。日本でも、その他の国々でも、程度の違いはあるとしても、株式会社の機関設計、経営監視体制、役員報酬の決定、そしてその開示などのガバナンスに関する事項の枠組みは、会社法や金融商品取引法、あるいは取引所規則等によってルールベースで規律されています。つまり、法令等に加えてソフトローとしてのコードを組み合わせることで、国際的には主流になっています。

このほか、OECDは、1999年にコーポレートガバナンス原則を策定しました。この原則は、1998年4月のOECDの閣僚理事会において、各国政府その他の関連の国際機関及び民間部門とともに、コーポレートガバナンスの基準や指針を一つにまとめた文書を策定すべきとの要請がなされたのを受けて策定されました。OECDコーポレートガバナンス原則は、OECD加盟国あるいは非加盟国の政府が、それぞれの国におけるコーポレートガバナンスについての法的・制度的枠組み及び規制の枠組みを評価し改善する助けとなり、また、証券取引所、投資家、企業その他の関係者に対し指針と示唆を提供することを意図したものです(2004年版OECDコーポレートガバナンス原則前文)。

このOECDコーポレートガバナンス原則は、2004年と2015年9月に改訂されました(2015年版の見出しはG20/OECD Principles of Corporate Governance)。前述の「日本再興戦略」では、OECDコーポレートガバナンス原則を踏まえてと書かれていましたが、日本のコーポレートガバナンス・コードが参考にしたのは、2004年版OECDコーポレートガバナンス原則ということになります(コード(原案)序文4項)。

III. コーポレートガバナンス・コードの目的

コード(原案)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」をコーポレートガバナンスであると定義しています(コード(原案)序文6項)。そして、会社が、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、会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」を目指すための規律を策定しています(コード(原案)序文7項)。

英国のコーポレートガバナンス・コードの前文(Governance and the Code)によりますと、「コーポレートガバナンスとは、それによって会社を方向付け、制御するためのシステム(system by which companies are directed and controlled)である」と定義されています。キャドベリー委員会の報告以来、このように定義されています。

そして、会社のガバナンスは取締役会が責任を負いますので、コーポレートガバナンスというのは、会社の取締役会が何を行い、いかに会社の価値を設定するかにかかわるものであるとされます。その上で、英国のコーポレートガバナンス・コードの目的は、「実効性の高い取締役会実務のための数多くの要素について指針を提供する」(前文)、あるいは「質の高いコーポレートガバナンスの実現を目的とする法律、規制及び最善慣行基準の枠組みの一部をなす」(序文(Preface))とされています。

OECDコーポレートガバナンス原則の前文によりますと、コーポレートガバナンスというのは、「経済効率性を改善し、成長を促進し、投資家の信頼を高める上での一つの重要な要素」「会社経営陣、取締役会、株主及びステークホルダー間の一連の関係に関わるもの」「会社の目標を設定し、その目標を達成するための手段や会社業績を監視するための手段を決定する仕組み」であるとし、「有効なコーポレートガバナンス体制が存在すること

は、市場経済が適切に機能するのに必要な程度に信頼を高めるための助け」となり、「その結果、資本コストが低下し、会社が資源をより効率的に活用するよう促進されることで、成長が下支えされることになる」と述べられています。

このように、英国あるいはOECDのコーポレートガバナンス・コードないし原則と比べますと、日本のコーポレートガバナンス・コードは、「株主をはじめ顧客、従業員、地域社会等の立場を踏まえ」ということと「迅速・果敢な意思決定」を行うことを定義に加えていまして、コードの目的を「攻めのガバナンス」の実現を目指すものと位置付けている点において特徴的です。

「攻めのガバナンス」をことさら強調することについては、以下のような分析がされています。

英米を中心に、コーポレートガバナンスには経営者が短期的な利益を追求し過剰なリスクをとることに對するブレーキとしての役割が重視されているのに対し、日本では、リスクアバースな傾向にある企業行動をもう少しリスクをとりやすい方向に持っていくことが目論まれている（油布志行「コーポレートガバナンス・コードについて」商事法務 2068 号 8 頁）。すなわち、欧米も日本も、健全な経営のリスクテイクを可能にするシステムを目指すという意味では共通の目的を持っているけれども、ベクトルが逆方向にあるということです。

もちろん、日本でも、コーポレートガバナンスには「守りのガバナンス」的要素が重要でありまして、短期的利益の追求のための過度のリスクテイクは抑制されなければなりません。コーポレートガバナンス・コードは、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ます。中長期的ということが述べられているのは、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、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るからです（コード（原案）序文 8 項）。

ドイツとフランスのコーポレートガバナンス・コードの序文には、コーポレートガバナンスの定

義は特に定められていません。ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの序文では、ドイツの株式会社がマネジメントボードとスーパーバイザーボードの二層制をとっていることから、ドイツのコーポレートガバナンス・システムを透明でわかりやすいものにし、ドイツの上場会社の経営・監督を国際的に信頼されるようにするという目的が述べられています。このように、ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの策定の目的が、ドイツのガバナンスシステムを海外の投資家に説明することにあつたことから、ドイツではコードの原則の規範性・正統性があまり感じられず、コードの遵守率が英国よりも低く（英国で最も不遵守率の高い各則でも不遵守割合は 9.8%であるのに対し、ドイツの勧告の遵守率の平均は 79.8%）、規模の小さな上場会社ほどその傾向が強いという分析が紹介されています（神作・前掲 17 頁）。

IV. コーポレートガバナンス・コードの規律・適用手法

1. プリンシプルベース・アプローチ

コーポレートガバナンス・コードでは、プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）の規律が採用されています。プリンシプルベース・アプローチの意義について、コード（原案）では、「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」とされ、「本コードで使用されている用語についても、……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、本コードの趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定される」と述べられています（コード（原案）序文 10 項）。

OECD コーポレートガバナンス原則でも、2004 年版の前文（OECD Principles Corporate Governance）においてプリンシプルベース・アプローチ（principles-based approach）が採られることが明らかにされています。英国のコーポレートガバ

ナンス・コードも、コードの原則などはプリンシプルであって、ルールベース・アプローチ (rule-based system) ではない旨が強調されています (序文5項、comply or explain 6)。

プリンシプルベース・アプローチの対語はルールベース・アプローチ (細則主義) です。法令はルールベース・アプローチを採っていき、そこでは、規範の明確性を高めるため、用語の厳密な定義がされています。これにより予見可能性が確保されますが、反面、個別事情に応じて柔軟に解釈する余地があまりなく、規範が示す最低限のルールのみを守ればよいという消極的な対応がされることにもなります。これに対し、プリンシプルベース・アプローチによると、解釈の幅が広がり、個別事情によって柔軟な解釈が可能になり、結果として各社の主体的かつ積極的な取組みが促されることが期待されるということです。

なお、プリンシプルベース・アプローチは後述のコンプライ・オア・エクスプレインの手法に親和的であると言えますが、ルールベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインは相容れないわけではないのだらうと思います。社外取締役とは何かということが会社法2条で厳格かつ明確に定義されて、会社法327条の2はルールベース・アプローチと言えますが、「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明することによって、「社外取締役を置かない」という選択を可能にしています。つまり、ルールベース・アプローチだけでなく、コンプライ・オア・エクスプレインもありうるようになります。

コーポレートガバナンス・コードの諸原則及びそこで使用されている用語については、プリンシプルベース・アプローチの下、厳格な定義が置かれていません。これによって、解釈の幅を広げているものがたくさん含まれています。このような原則や用語の解釈は、各社の自主的な判断に委ねられるわけですが、だからといって各社が恣意的に判断すればよいわけではありません。コード(原案)の序文にありますように、原則・用語の解釈に当たっては、各原則の趣旨・精神を理解した上

で、その趣旨・精神を全うするにはどのように解釈するのが適切かという観点からの対応が求められます。また、用語の定義を含めコードに含まれる原則の解釈については、まずはコードの名宛人である上場会社の解釈が尊重され、会社と株主等のステークホルダーの見解が異なる場合には、対話によって共通の理解が得られるように努めることが期待されることです。

コーポレートガバナンス・コードの原則に含まれる具体的な用語の解釈は、その用語が含まれる原則の趣旨・精神に遡って検討することになりますので、ある上場会社の解釈が他の会社の解釈と少し異なっているのは、プリンシプルベース・アプローチの手法からすると、想定内のこととなります。

用語を原則の趣旨に遡って解釈することについて、少し例を挙げて検討したいと思います。

コーポレートガバナンス・コードには「株主」という用語が頻出します。このうち、コード(原案)序文8項では、スチュワードシップ・コードとの関係に言及し、「株主」は機関投資家を意味するような表記がされています。しかし、それ以外の場面で「株主」という文言が出てきても、機関投資家を連想させるような表現はされていません。ということは、「株主」は機関投資家に限られるものではないということが意識されたと考えられます。

もっとも、コードの原則の趣旨からその文脈において「株主」がどのような属性の者を想定したかについては、各社の判断が要請されることになります。例えば補充原則5-1①では、経営陣幹部または取締役が合理的な範囲で株主との面談に臨むことを基本にするとされていますが、経営陣幹部や取締役が物理的に面談できる株主というのは、実際には保有株式数、保有期間、保有目的等から一定の者に限定されると考えられます。

基本原則1や補充原則1-1③には、「少数株主」という言葉が出てきますが、「少数株主」というのは、会社が株主としての特別な権利の行使を妨げないようにする場面の権利の主体として表

現されています。株主としての特別な権利として挙げられているのが、違法行為差止権とか代表訴訟提起権といった単独株主権です（補充原則1-1③）。ということは、少数株主とは、いわゆる少数株主権の主体という意味ではなくて、基準日を定めてする集団的権利行使以外の個別的な株主の権利を行使し得る者と理解されます（社債・株式等の振替に関する法律147条4項の「少数株主権等」を行使する株主と同義）。

このほか、「関連当事者」（原則1-7）、「経営陣」（原則4-2等）、「経営陣幹部」（原則3-1等）、「資本政策」（原則1-3）、「政策保有株式」（原則1-4）といった用語についても明確な定義はありませんので、各社が原則の趣旨に遡って解釈する必要があります。

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・コードの実施に当たっては、「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合はその理由を説明するか）の手法が採用されます。すなわち、コードに含まれる規範（原則）は法的拘束力を持つものではなく、原則の中に会社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ものがあれば、理由を説明して当該原則を実施しないことが認められます。

規範の遵守を強制するのではなく、コンプライ・オア・エクスプレインの手法をとる趣旨は、コーポレートガバナンス・コードに含まれる全ての原則が全ての上場会社に適合するわけではないことを前提とします。コードの原則を実施しない会社は、実施しない理由を説明することで、株主・投資家その他のステークホルダーの理解を得られるように工夫することが期待されており、定型的な表現により表層的な説明をすることは、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に反します。

上場会社側だけでなく、株主等のステークホルダーの側においても、この趣旨を理解し、コードの原則の一部を実施し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

いと機械的に評価すべきではありません（コード（原案）序文12項）。議決権行使助言会社であるISSの2016年版日本向け議決権行使助言基準が2015年11月20日に公表されましたが、そこでは、「株主総会后2人以上の社外取締役がない場合に、経営トップの選任に反対を推奨する」としてあります。ここで、独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとするコードの原則4-8を実施しないということのエクスプレインを無視して機械的に処理するというのであれば、批判されるべきではないかと思われます。

コンプライ・オア・エクスプレインの手法は、コーポレートガバナンス・コードを有する国におおむね共通します。ただ、子細に見ますと、国によってコードの規範性の強弱に違いがあります。

英国のコーポレートガバナンス・コードの規範は、基本原則（Main Principle）と補助原則（Supporting Principle）と各則（Code Provisions）に分かれています。このうち基本原則は、上場会社に遵守することが義務付けられており、上場会社はそれをどのように遵守したかを年次財務報告書に記載することになっています（Financial Conduct Authority Handbook Listing rules 9.8.6(5)）。一方、各則については、コンプライ・オア・エクスプレインの手法により、他の手段によって良いコーポレートガバナンスが達成されるのであれば、各則を実施しない理由を年次財務報告書に記載して（Financial Conduct Authority Handbook Listing rules 9.8.6(6)(b)）、各則から逸脱することが正当化されることとなります（comply or explain 2・3）。

ドイツ・コーポレートガバナンス・コードの規範は、勧告（Empfehlung/recommendations。soll(sollen)・shall という文言が用いられる）と提案（Anregung/suggestions。sollte・should という文言が用いられる）に分かれていまして、勧告については、その理由を説明することにより規範からの逸脱が認められ、提案については、説明もせずに逸脱してもよいことになっています。株式法161条によって遵守したかどうか、あるい

は遵守しない場合はその理由等について説明が求められるのは、勧告についてです。

フランスのコーポレートガバナンス・コードに含まれる規範には、英国やドイツのような区分はありません。上場会社は、コードに含まれる全ての原則について遵守するか、不遵守の理由を説明することになっています（コード 25.1）。

日本のコーポレートガバナンス・コードに含まれる規範は、基本原則、原則及び補充原則に分かれます。「基本原則」はガバナンスについての普遍的な考え方を示したもので、「原則」は「基本原則」を構成要素ごとに分解・整理したもので、「補充原則」は具体的に何をするのかについて「原則」を補うものです。このように三層構造になっている規範をどのように実施するかは、証券取引所のルールによって定められています。

証券取引所の上場規程は、証券取引所に対する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」において、コーポレートガバナンス・コードの実施状況をコンプライ・オア・エクスプレインの方式で開示することを求めています。先ほど3層構造と言いましたが、コードに含まれる諸原則のどの層の実施状況が報告対象となるのかについては、証券取引所あるいは上場会社によって異なります。東京証券取引所の市場第一部及び第二部、いわゆる本則市場の上場会社につきましては、コーポレートガバナンス・コードの原則（基本原則5、原則30、補充原則38）は全て合わせると73原則ありますが、その全てがコンプライ・オア・エクスプレインの対象となります。マザーズ上場会社とジャスダック上場会社は、基本原則のみが対象となります。札幌証券取引所と福岡証券取引所では、全ての上場会社について、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とするのは基本原則の5つのみとなります。名古屋証券取引所は、本則市場の上場会社は、若干例外はありますが、一応原則的に基本原則・原則・補充原則の全てがコンプライ・オア・エクスプレインの対象となり、セントレックス上場会社は基本原則のみが対象となります。

なお、基本原則についてもコンプライせずエ

クスプレインするのは可能だということが前提となっていますが、基本原則は、上場会社であれば通常実施すると考えられる基本的な考え方を示したものであり、上場会社がこれを遵守しないという合理的説明をすることは実際問題として困難ではないかと思えます。

以下、上場会社については、東京証券取引所の本則市場の上場会社を前提にお話することにします。

コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を尊重することは、有価証券上場規程の企業行動規範のうち「望まれる事項」として定められています（東京証券取引所有価証券上場規程 445 条の3）。「望まれる事項」は、上場会社に要請される事項を努力義務として定める規定群であり、それに違反しても実効性確保措置（特設注意市場銘柄への指定、改善報告書の徴求、公表措置、上場契約違約金）の対象にはなりません。もっとも、コードの各原則を実施しない場合はその理由を説明しなければならず、この義務は、企業行動規範のうち「遵守すべき事項」に該当します（東京証券取引所有価証券上場規程 436 条の3）。「遵守すべき事項」の違反は実効性確保措置の対象となります。

なお、コーポレートガバナンス・コードを添付するという内容の上場規程の改正（2015年5月13日、施行は同年6月1日）により、従前の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は廃止されました。

コーポレート・ガバナンスに関する報告書は、定時株主総会の後、遅滞なく提出することになっていますが、コードの諸原則についてのコンプライ・オア・エクスプレインを記載した報告書の初回の提出時期は、平成27年6月1日以後に最初に開催される定時株主総会の日から6か月以内です（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）。コードの各原則の実施状況の開示は、実施しない原則を特定して理由を説明するというものですが、全ての原則を実施している場合には、全て実施しているという記載を

することになっています（コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領 2015 年 10 月改訂版）。

V. コーポレートガバナンス・コードの構成

コーポレートガバナンス・コードは 5 章に分かれています。「第 1 章 株主の権利・平等性の確保」「第 2 章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働」「第 3 章 適切な情報開示と透明性の確保」「第 4 章 取締役会等の責務」及び「第 5 章 株主との対話」です。それぞれの章に 1 つの基本原則と複数の原則・補充原則が置かれています。

コーポレートガバナンス・コードの構成につきましては、各国で特徴が見られます。

英国のコーポレートガバナンス・コードは、「A リーダーシップ」「B 取締役会の有効性 (Effectiveness)」「C 説明責任 (Accountability)」「D 報酬」「E 株主との関係」という章立てになっています。前述したように、英国のコードはキャドベリー委員会報告以来の積み重ねの上に成り立っており、その沿革がコードの構成に反映しています。例えば「取締役会の有効性」は、既にキャドベリー委員会報告の見出しにあらわれています。「報酬」というのはグリーンブリー委員会報告のテーマです。「説明責任」はキャドベリー委員会報告で強調され、ハンペル委員会報告で一つの章のテーマとして挙げられています。

ドイツ・コーポレートガバナンス・コードは、「株主及び株主総会」「マネジメントボードとスーパーバイザリーボードの協力」「マネジメントボード」「スーパーバイザリーボード」「透明性」「年次財務諸表の提出及び監査」という章立てです。ドイツの経営管理機構の特性を説明するという目的から、マネジメントボードとスーパーバイザリーボードに関する勧告・提案がかなりの部分を占めています。

フランスのコーポレートガバナンス・コードは、25 の大項目から成っていますが、その大部分は取締役ないし取締役会に関する原則であり、ステークホルダーとの協働や株主との対話に特化した大

項目はありません。

日本のコーポレートガバナンス・コードが主として参考にしました 2004 年版 OECD コーポレートガバナンス原則の章立ては、総論的な第 1 章を除きますと、「第 2 章 株主の権利及び主要な持分機能 (key ownership functions)」「第 3 章 株主の平等取扱い」「第 4 章 コーポレートガバナンスにおけるステークホルダーの役割」「第 5 章 開示及び透明性」「第 6 章 取締役会の責任」です。

OECD コーポレートガバナンス原則の第 2 章と第 3 章は、日本のコーポレートガバナンス・コードの第 1 章に近い内容です。OECD コーポレートガバナンス原則の第 4 章から第 6 章は、それぞれ日本のコードの第 2 章から第 4 章に相当します。例えば、わが国で実務的に関心の高い「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」という原則 4-8 は、OECD コーポレートガバナンス原則では「利益相反の可能性がある場合には、独立の判断を下せる十分な数の業務を執行しない取締役の選任を検討すべきである」（第 6 章 E 1）となっています。

日本のコーポレートガバナンス・コードの第 5 章「株主との対話」は、2004 年版 OECD コーポレートガバナンス原則にはない章です。日本では、スチュワードシップ・コード（「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》——投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」）が先に策定されました。そして、コーポレートガバナンスの向上のためには両方のコードが車の両輪として機能することを踏まえて、株主との対話に向けた会社の取組みを促進すべきことをコーポレートガバナンス・コード第 5 章で明確にしたということです。

同じくスチュワードシップ・コードを有する英国のコーポレートガバナンス・コードの「E 株主との関係」の第一の主要原則 (E 1) は「株主との対話 (Dialogue with Shareholders)」であり、「目指すところ (objectives) についての相互理解に基づき、株主と対話すること」「取締役会全

体が株主との間で満足のいく対話が行われるようにする責務を負うこと」が定められています。

2015年版OECDコーポレートガバナンス原則は、新たに「第3章 機関投資家、資本市場及びその他の仲介業者 (intermediaries)」という章を設けました。新たに設けたということは章が1つ増えたことになりそうですが、2004年版の第2章と第3章を第2章「株主の権利及び平等取扱い並びに主要な持分機能」に統合したので、章の番号はズれていません。新しい第3章では、機関投資家が議決権行使をする際のポリシーの開示など、日本ではスチュワードシップ・コードで定められる事項が含まれています(ⅢA・B)。その原則の解説を読みますと、議決権行使を実質化するため、機関投資家と投資先企業との対話が推奨されるが、企業側は株主を平等に取り扱わなければならない、市場に開示されていない情報を機関投資家に提供してはならない旨が述べられています。これらは、2004年版の第2章(F・G)にも含まれていた事項の一部を新たに第3章に移したものとも言えますが、なぜ新しい第3章を設けたかといいますと、インベストメント・チェーンに介在する当事者に着目し、議決権が適切に行使されるようにする枠組みを設定するためであると説明されています。

インベストメント・チェーンとは、発行会社と最終的持分権者(実質株主)の間に介在するさまざまな業者やプロセスを意味し、機関投資家のほか、議決権行使助言会社、アナリスト、ブローカー、格付機関等についても規制(分析・助言の健全性を損なう利益相反を開示し最小化する)を及ぼしている(ⅢD)ところが注目されます。

VI. コーポレートガバナンス・コードの特徴

日本のコーポレートガバナンス・コードの各原則の内容上の特徴として、次のような点を挙げる事ができると思われます。

1. 攻めのガバナンス

これまでのコーポレートガバナンス論では、会社におけるリスクの回避や不祥事の防止という守

りのガバナンスが強調されており、規制緩和が主流の会社法制の改革の中で、ガバナンス関係の規制改正は、監督監視体制の規制強化という歴史をたどってきました。

これに対し、コード(原案)では、序文7項において、「攻めのガバナンス」を目指す旨が明らかにされています。具体的な諸原則を見てみますと、「上場会社の取締役会は、……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、……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」(基本原則4)、「取締役会は、……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・果断な意思決定を支援すべきである」(原則4-2前段)といった内容が含まれています。

もちろん、コーポレートガバナンス・コードが守りのガバナンスを軽視しているわけではありません。今述べたのは第4章ですが、第4章に含まれる諸原則では、取締役会による経営戦略・経営計画の策定(原則4-1)、取締役会による経営陣に対する実効性の高い監督と業績評価(原則4-3)、独立社外取締役の有効な活用(原則4-8)などが定められています。ただ、第4章全体の趣旨は、経営監督の質の高さと意思決定過程の合理性を担保することによって、経営判断の結果として会社に損害が生じた場合に経営陣・取締役の責任が回避され、そのことが迅速・果断な意思決定を促すということにあると述べられています(基本原則4の考え方)。

2. モニタリング・モデルの志向

モニタリング・モデルの意味は論者によって異なりますが、一般的には、取締役会は経営の基本方針の決定と業績評価、業務執行者の選任・解任を基本的な責務とし、取締役会メンバーの相当数は業務執行に関与しない構成と考えてよいと思

ます（江頭憲治郎『株式会社法（第6版）』380頁）。

コーポレートガバナンス・コードの諸原則には、「取締役会は、……企業戦略等の大きな方向性を示す」（基本原則4）とか、「取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、……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」（原則4-1。開示につき原則3-1（i））とか、「取締役会は、……経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、その内容を開示すべき」（補充原則4-1①）、「取締役会は、……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」（原則4-3。人事についての方針・手続の開示について原則3-1（iv）（v））ということが述べられていまして、取締役会の責務は、経営方針や計画の策定、業績評価、経営陣幹部の人事であるということを示しています。

また、わが国の上場会社の実情から見て、取締役会構成員の多数が業務を執行しない取締役であるとするのは現実的ではないかもしれませんが、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、……そのための取組み方針を開示すべきである」（原則4-8後段）とされています。森本先生は、これは事実上3分の1以上の独立社外取締役の選任が推奨されているのだと理解すべきであると述べられています（森本滋「取締役会のあり方とコーポレートガバナンス・コード」商事法務2087号9頁）。

わが国においてモニタリング・モデルと言え、指名委員会等設置会社を連想します。もっとも、コード（原案）序文14項では、「本コード（原案）は、……いずれかの機関設計を懲適するものではなく、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」とされていまして、コード自体がモニタリング・モデルを明確に強く推奨

しているわけではないようです。

なお、わが国の上場会社の多くが監査役会設置会社であることを踏まえ、コードには監査役会設置会社を想定した幾つかの原則が置かれています。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ています（コード（原案）序文14項）。

3. ステークホルダー重視

コーポレートガバナンス・コードの第2章は、全体が株主以外のステークホルダーとの協働を定めています。コーポレートガバナンス・コードが目指す中長期的な企業価値の創出を達成するためには、ステークホルダーとの協働が不可欠であることが第2章の諸原則の基本となります。コーポレートガバナンス・コードにおけるステークホルダーとして何が挙げられるかということ、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会が例示されています。コーポレートガバナンス・コードの第2章は、OECDコーポレートガバナンス原則第4章を参考にしているわけですが、OECDコーポレートガバナンス原則にはない地域社会を明示的にステークホルダーに加えている点が一つの特徴かと思えます。地域社会がステークホルダーになるのは、それが会社の存続・活動の基盤になるからです。

第2章には具体的にどのような原則が含まれているかということですが、ステークホルダーへの価値創造に配慮した経営理念の策定（原則2-1）、ステークホルダーとの協働・その利益の尊重などに会社としての価値観を示し、その構成員が従うべき行動基準を定め実践すること（原則2-2）、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）を巡る課題への対応（原則2-3）、女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保（原則2-4）、従業員等が不利益を被る危険を懸念することのないような内部通報に係る体制整備（原則2-5）などが定められています。

このほか、独立社外取締役の役割の一つとして、これは第2章ではありませんが、ステークホルダ

一の意見を適切に取締役会に反映させるということが挙げられています(原則4-7(iv))。ただ、独立社外取締役がいずれかのステークホルダーの利益を代表するという趣旨ではありません。

4. 株主の権利の実効性確保

コーポレートガバナンス・コードの第1章は「株主の権利・平等性の確保」であり、第5章は「株主との対話」です。つまり、5つの章のうち2つに株主に関する事項が定められているということです。ですから、英国などのコーポレートガバナンス・コードと比べても、株主を重視しているとか株主主権を打ち出しているように見えなくもありません。

もっとも、第1章の基本原則1で述べられている株主の権利行使の確保とそのための環境整備、株主の実質的平等の確保、少数株主や外国人株主の権利行使への配慮といったことは、会社として当然のことであり、そういうことが最初に定められているからといって、日本のコーポレートガバナンス・コードが特に株主の権利保護に偏重しているということではないと思います。「株主の権利・平等性の確保」が第1章にあるのは、OECDコーポレートガバナンス原則の構成をもとにしているためです。第5章に「株主との対話」があるのは、日本ではスチュワードシップ・コードが先にできたので、それとの関係に留意したためと理解すれば足りるのではないかと思います。

このように基本原則1は当然の考え方を定めたものと思われるが、第1章に含まれている補充原則には興味深いものが含まれています。これは実務編になるのかもしれませんが、幾つか挙げておきたいと思います。

まず、補充原則1-1①は、「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可否について検討を行うべきである」としています。これは、英国のコーポレートガバナンス・コードに

あります「反対投票がかなりの割合に及んだと取締役会が考える場合、会社は、投票結果の公表時に、投票結果の背後に存在する理由を把握するためにどのような対応をとるつもりかを説明すべき」という各則を参考にしたものと思われます。平成22年の金融商品取引法(内閣府令)の改正により、議決権行使結果の臨時報告書における開示が求められるようになりました(企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項9号の2)、それを推し進めて、原因分析と対話の可否の検討を求めるのが補充原則1-1①ということになります。これは株主の議決権行使結果をコーポレートガバナンスに活かすことが趣旨ですが、「相当数の反対票」というのはどれぐらいなのか、分析をいつするのか、あるいは株主との対話をする必要があるのかどうかという検討が今後求められることとなります。

補充原則1-2③は、「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から考慮し、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すべきである」と定めています。この補充原則について、コード(原案)の背景説明では、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ことが述べられています。基準日と株主総会開催日の間隔があきますと、その間に株式を手放してしまった者が株主総会で議決権を行使するという事態が生じます。つまり、その会社の株主ではなくなって利害関係を持たなくなった者が、取締役の選任などその会社の重要な意思決定に参加するという、いわゆるエンプティ・ボートینگの問題が生じると言われています。

「日本再興戦略」は毎年改訂されていまして、「『日本再興戦略』改訂2015-未来への投資・生産性革命-」によりますと、「株主総会については、企業において株主の議決権行使や対話の機会を十分に確保するとともに、株主総会に近い時点の株主の声を反映するような適切な基準日を設定するよう、関係団体等が本取組の円滑化に向けた

方策等について、来年中に検討することを促すとされています。

補充原則1-2⑤は、「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」としています。この補充原則は、実質株主の総会出席を認めることにより、実質株主の意見をコーポレートガバナンスに活かすという考え方を踏まえたものです。

この補充原則は、会社法上の重要な論点を含んでいます。まず、株主名簿上の株主でない機関投資家は、株主本人として議決権行使をすることができませんので、もし議決権行使をすれば、名義株主の代理人として議決権行使をすることが考えられます。その場合、定款において議決権行使の代理人資格を株主に限定するという定めがあるときに、実質株主に代理人資格があるかどうか問題になります。仮にこの問題をクリアできるとしても、実質株主の代理人資格をどうやって証明するのかとか、名義株主自身の議決権行使との関係、あるいは同じ名義株主のもとに実質株主が複数いたらどうするのか、こういう問題をどのように処理するかといった困難な課題が存在します。

これらの問題について、全国株懇連合会が2015年11月13日に「グローバルな機関投資家の株主総会への出席に関するガイドライン」を公表して対処方法の指針を示していますが、幾つかの考え方を併記した部分もありまして、まだ解釈論は煮詰まっていないということです。

VII. おわりに——コーポレートガバナンス・コードの影響

コーポレートガバナンス・コードの実施状況に関する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出猶予期間は、上場規程によるコードの実施（2015年6月1日）後最初に開催される定時株主総会の日から6か月ということになっています。そうすると、6月に定時株主総会を開催した

上場会社の報告書は出揃っているはずですが、これら全体についての分析は今後行われると思います。現時点でまとまったものとして、別冊商事法務400号に、2015年8月までに提出された報告書についての分析が公表されています（森・濱田松本法律事務所編「コードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書の記載事例の分析」）。それによりますと、東京証券取引所の本則市場上場会社約70社のうち、コードの全ての原則（基本原則、原則、補充原則）をコンプライしている会社の割合が約60%であるということです。コードの原則のうち、エクスプレイン（実施しない）が多かったものが幾つかありまして、特に多かったものとして、補充原則1-2③——株主総会の開催日について、原則4-8——2人以上の独立社外取締役を選任すべきというもの、補充原則4-11③が挙げられます。補充原則4-11③は「取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである」というものでありまして、分析評価が間に合わないものが多かったため、エクスプレインが多かったのだらうと思います。ちなみに、株式会社日本取引所グループの「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」でも、これだけがエクスプレインとなっていました。

原則4-8が独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとしていることが影響して、東京証券取引所第一部上場会社のうち、2名以上の独立社外取締役を選任するものの比率は、2014年には21.5%でしたけれども、2015年には48.4%に急増したという報告があります（金融庁・スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議第1回会議資料4）。

会社法改正との関係ですが、平成26年会社法改正で監査等委員会設置会社が創設されまして、これへ移行する上場会社が既に200社程度に上ったと言われてはいますが、その理由の一つとして、コーポレートガバナンス・コードで要請される2人

以上の独立社外取締役の確保が容易になることが挙げられています（「株主総会白書 2015 年版」商事事務 2085 号 152 頁によると、監査等委員会設置会社に移行するメリットは何かという質問に対する回答のうち、「社外監査役を監査等委員にすることで、新たに社外役員を招聘することなく、複数の社外取締役確保が可能になる」というものが 61.6%を占めていた）。実際に、移行前の社外監査役がそのまま社外取締役に横すべりした例が少なからずあるようです。これがいいことなのかどうかは、評価が分かれるかもしれません。

コーポレートガバナンス・コードの個々の原則へのコンプライに無理にこだわることは、コードの趣旨に反するものですが、実際にはできるだけエクस्पラインを避けたいというのが上場会社の本音のようです。参考までに、英国の FTSE350 の会社のうちコーポレートガバナンス・コードを完全遵守する上場会社の割合は 61.2%ということです（神作・前掲 21 頁）。前述のように、日本で 2015 年 8 月末までにコーポレートガバナンスに関する報告書を提出した上場会社の完全遵守率は 60%となっていて、そうすると英国並みではないかということになりそうですが、8 月末に提出した 70 社の傾向が東京証券取引所本則市場の上場会社 2,000 社以上の全体に当てはまるかどうかということは、今後分析する必要があると思われます。

私の報告は以上です。よろしくお願ひいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきましてご質問、ご意見をお願いいたします。

#### 【プリンシプルベースとルールベース】

○岸田 プリンシプルベースの意味がよくわからないのですけれども、たとえば国際会計基準で

はルールベースからプリンシプルベースに変わったのですが、ここでは、ルールといいますかコードは大まかに決めておいて、後は各会社の責任でしなさい、ということなのです。このコーポレートガバナンス・コードについても、各会社が自分たちの判断でこう思うということをするればいいのでしょうか。もしそれが間違っているならば、東京証券取引所なり日本取引所自主規制法人なりが実効性確保措置をとると考えてよろしいのですか。

つまり言いたいのは、コーポレートガバナンスコードは法律ではないので、間違った場合は、別に制裁を課せられるわけではなくて、自分たちの判断でこう考えたのだと言って、それが東京証券取引所の上場規程に違反すれば、そこで何らかの措置をとられると、それでよろしいのでしょうか。

○北村 プリンシプルベース・アプローチでは、大掴みな基準が設けられ、それをどのように解釈するかは、その原則の趣旨をもとに、第一義的には各上場会社が判断します。もちろん、上場会社が恣意的に、自分がコンプライできるよう、無理やり趣旨を離れて解釈するという事は適切ではありませんが、とりあえず解釈をすれば原則的にその上場会社の解釈が尊重されることになります。それについて株主やステークホルダーと意見が合わないということであれば、対話を通じてそれを正していくというのが本則でありまして、例えば自主規制機関なり証券取引所なりがその解釈はおかしいのだと決めつけて、上場会社はコンプライしたと言っているにもかかわらず、証券取引所が、いや、これではコンプライしたとは言えない、そして説明もしていないのだから実効性確保措置をとる、といったことにはならないのが一応基本的な考えかと思われま。

だから、上場会社の解釈が原則の趣旨を著しく逸脱している場合にはどうかという問題はあるかと思いますが、プリンシプルベース・アプローチの本則というのは、今私が申し上げたことかなと思います。

○岸田 ありがとうございます。

○洲崎 今、プリンシプルベースとルールベー

スのお話が出ましたので、それについて質問させていただきます。2 ページの真ん中よりやや下あたりでは、欧州諸国をはじめとする多くの国では、プリンシプルベースでコンプライ・オア・エクスプレインの手法による規律を行っているとのあります。しかし、ドイツは、確かにコンプライ・オア・エクスプレインではあるけれども、個々の勧告・提案は、抽象的なものというよりは、具体的にこうすべきと定めていると思いますので、プリンシプルベースというよりは、ルールベースではないでしょうか。以前に船津先生がご報告されたときの印象でも、ルールベースのように理解していたのですが、いかがでしょうか。

○北村 確かにドイツ・コーポレートガバナンス・コードはかなり具体的な内容になっております。勧告と提案のうち、提案はやや進歩的な内容で、勧告はまあ従ってほしいという内容ですけれども、それぞれ具体的な定めになっておりまして、英国で言うところの各則とか、日本で言うところの補充原則とかに近いような印象があります。だから、英国や日本のように、まず基本原則でプリンシプルの考え方をはっきりとした上で、細かく内容を定めるという形ではないので、コーポレートガバナンス・コードではあるけれども、ルールベース的であると言われれば、おっしゃるとおりかなと思います。

私が主に想定していたのは OECD と英国だったので、欧州は皆同じ傾向にあるという理解は変えたほうがいいかもしれません。

【米国におけるプリンシプルベース・アプローチ】

○龍田 国ごとの比較は難しいですね。米国は、ルールベースのものばかりで、プリンシプルベースのコードがないと言われているのですか。

○北村 コーポレートガバナンス・コードのようなものはないということですね。

○龍田 米国法律協会 (ALI) は、かなり早い時期、1930 年代から会社法の基本原則を明らかにしようという動きを見せていましたが、実現したのはおっしゃったように 1992 年ですね。米国の場合、

会社法の立法権限は各州の議会にありますから、ALI がルールそのものをつくることはできないでしょう。そこで ALI は、各州の議会が立法をする場合や裁判所が判決をする場合の望ましい方向を示そうとしたわけですね。

ご報告書の中で挙げられたサーベンス=オクスレー法やドッド=フランク法は、まさにルールを強化したのですが、これらは 1930 年代の連邦証券関係法の系列に属するもので、もともと州の立法が低レベルに向けた競争に終始する状態を是正するためのものですね。

米国にもプリンシプルベースのものがないわけではありませんね。ニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場会社のカンパニー・マニュアルというのがあり、そこにコーポレートガバナンスに関する条項が幾つか入っています。同取引所自身もそれらの条項の特定をしています。また 2010 年に、よくある質問 (FAQ) の形でかなり詳しいものを出しています。これは一種のルールですが、上場をやめれば守る必要はありませんね。

さらに、ビジネス・ラウンドテーブルという経済団体が、かなり以前からコーポレートガバナンス・プリンシプルというものを出しており、何度か修正しています。日本でも以前から、経済団体は幾つかこれに似たものをつくっていたのではないのでしょうか。金融庁が音頭をとって証券取引所にやらせたのは今回が初めてですけれども。

○北村 米国にもプリンシプルベースのコーポレートガバナンスの原則があるというのは、ご指摘のとおりだと思います。特に ALI のプリンシプルズ・オブ・コーポレートガバナンスについては、大学院時代に龍田先生の授業でしっかり勉強させていただきましたので (笑)、先生がご説明されたような位置付けと理解しております。

米国と 2014 年までの日本にはプリンシプルベースのコーポレートガバナンス・コードがなかったかということですが、米国については龍田先生にご説明いただいたとおりです。日本でも、いろいろな経済団体や、日本取締役協会などもコーポレートガバナンスの原則や指針を策定していまし

たし、東京証券取引所も「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」をつくっていたわけで、コーポレートガバナンスについて、こういうふうにするべきだという原則（プリンシプル）はあったわけです。ただ、ここでの整理は、一定のルールなりプリンシプルが出されて、それについて従うか、従わないときには少なくとも理由を述べるのが上場会社に義務付けられるという意味でのコードというものが存在するかどうかという点で、米国とそれ以外が区別されていると理解しています。

### 【攻めのガバナンス】

○龍田 日本は「攻めのガバナンス」だといわれます。厳格に締めつけるばかりでは、効率的な経営の妨げになる。そういう意味では、中長期的な株主利益の増進を目指すというのは非常に耳心地のよい、受け入れられやすい言葉です。こういうことを正面から取り上げているのは、ほかの国にはあまり見ないでしょう。

中長期的な企業利益を増進するためにどうすべきかは、それこそ各企業が創意工夫を凝らし競争してやるべきことでしょう。政府が音頭をとって手取り足取り指導することではないように思われますがね。

○北村 コメントが難しいのですけれども、まさにおっしゃるとおりで、コードを守れば日本の上場会社が全て積極的な経営判断をするようになるといった簡単なことはないと思います。ただ、日本企業のパフォーマンスが欧米に比べて悪いのではないかということが言われており、それに対する起爆剤のようなものをつくろうということで、こういうものができ上がったのではないかと思います。「攻めのガバナンス」を打ち出したことで、日本企業がより企業家的、積極的な行動をすることが促されている、いわばスローガンを明らかにしたという点では、意味がないわけではないと思いますが、実際そのスローガンのもとでどう動くかというのは、各企業の判断です。

○龍田 最近の会社法改正の際も、同じことを言っていたのではないのでしょうか。日本の ROE が

低い。なぜか。もっと積極的に経営者が力を発揮できるように会社法を変えるにはどうすればよいか。それで一つ入ったのが、先ほど言われたコンプライ・オア・エクスプレインの条文ですね。これが経営の効率化とどうつながるかは問題ですが。

○前田 「攻めのガバナンス」という考え方自体は、恐らくは従来から「効率性の監督」という言葉で捉えてきたものとかかなり近い考え方ではないかと思うのです。そうしますと、そういう考え方自体は、会社法の世界ではもう 10 年以上も前、特に監査役制度強化のための改正が一段落したといえますか、取締役会のほうの制度改革に力を入れ出した平成 14 年改正あたりから、日本の会社法制が目指すべき方向とされてきたのではないのでしょうか。今回、「攻めのガバナンス」という言葉が強調され、何か新しい方向性を打ち出したかのようにも聞こえるのですけれども、そんなに目新しいことを言っているようには私には思えませんでした。

○北村 本当に目新しいことがコードにたくさん並んでいるのであれば、おそらくコンプライするのは難しいはずなのですね。そうではなくて、平成 14 年、あるいはそれ以前から現在までの、会社経営やガバナンスはどのようにあるべきかという会社法制上の議論とか、諸外国で考えられていることを参考にしてつくられたのが今回のコードということですので、コードに定められている諸原則の多くは、特に新しいことを述べているわけではありません。

ただ、先ほど龍田先生がおっしゃいましたように、平成 26 年改正のときもそうだったと思いますが、日本企業は ROE が低いから、何か前に打ち出すためのスローガンが必要だということで、「攻めのガバナンス」という耳ざわりのいい言葉を出したのだと思います。ただ、「攻めのガバナンス」というのは本来コーポレートガバナンスの目的なのか。本来コーポレートガバナンスというのは、ほかの国でそうであるように、何となくブレーキを踏むためのシステムと考えているようなところがあります。その点ではやや特殊な目的が最初に

明確にされているというのが日本の特徴かなと思います。

【コンプライ・オア・エクスプレインについて】

○船津 再び技術的なところに戻らせていただきたいのですが、6ページの11行目、「なお」というところで、プリンシプルベース・アプローチはコンプライ・オア・エクスプレインの手法に親和的であると言えるかというところを、この2つが結びついているのか、併存しているのか、並べて言われるというところが、私はどうしても理解ができません。

もしかすると、北村先生がどういう意味で親和的とおっしゃっておられるのかというところを私自身が理解していないのかもしれないのですが、仮にコンプライ・オア・エクスプレインの対象となる規定についてプリンシプルベースで解釈していいよという意味であれば、おかしいような気がして、それは先ほどの洲崎先生のお話とも関連するのですが、こうしろと決めているのがわかっているから初めてイエスかノーかで答えられる話であって、何となくそんな感じのことをしたらいいのではないかというだけの規定に対して、イエスもノーも言いにくいのではないかというふうに考えられるのですね。だから、ここでおっしゃっている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「親和的」とおっしゃっておられる関係を、どのように理解したらいいのかということについてお聞きしたいのですけれども。

○北村 プリンシプルベース・アプローチというのは大掴みな原則を定めたものだと思いますけれども、この原則はこういう趣旨で、上場会社はこのようにすべきだという考え方を大掴みに示したものです。示されたプリンシプルはある程度多くの上場会社が守れるのではないかと、少なくともその趣旨には賛同できるのではないかとというのが前提にあるのが、プリンシプルベース・アプローチではないかと思っております。

しかしながら、プリンシプルベースと言っても、

実際にコンプライ・オア・エクスプレインをするのは原則なり補充原則ですね。さきほど述べましたように、基本原則そのものをエクスプレインすると言われたら問題かなと思いますけれども、基本原則を抽象レベルで細分化して説明したものが原則ですが、確かに基本原則は正しいと思っているけれども、それを細かく分解するところということになると言われたら、わが社はそう思わないと考える会社があれば、この原則について私たちは違った考えを持っていますということをエクスプレインすることによって、株主やステークホルダーの理解を求めるというのが、プリンシプルベース・アプローチのコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨ではないかと思ったわけです。だから、本来的な考え方は共有できるというのが、このアプローチの前提にあるのではないのでしょうか。

これに対して、日本の会社法 327 条の2がそうであるように、ルールがこうだと決めているけどそれを守れない、あるいは守るつもりのない会社がある、ただ理由を述べてルールからの逸脱をすることを認めるのが、ルールベースのコンプライ・オア・エクスプレインかなと思います。

○船津 今の点ですけれども、ちらっと英国のコードの訳を見ただけなのですが、北村先生もたしか書かれていたと思いますけれども、基本原則についてはもうコンプライしているのだということをして前提にして、細則についてはコンプライ・オア・エクスプレインだよというふうに言っているその仕組みを指して、プリンシプルベース・アプローチかつコンプライ・オア・エクスプレインということで英国に関しては理解できるのですけれども、日本のように、基本原則自体がコンプライ・オア・エクスプレインの対象になっていて、それがまたプリンシプルベースで解釈の余地があるというふうに少なくとも読めるのが、何となく気持ち悪いといえますか、基本原則については英国と同じようにコンプライだと言うべきではないかなと、北村先生のお話を伺っていて思いました。

○北村 私も基本原則をエクスプレインするというのはありえないのではないかと、基本原則はコ



ンプライされるのだらうと考えています。実際の例もそうです。たとえば札幌証券取引所の上場会社は、基本原則だけがコンプライ・オア・エクスペインの対象になっていますが、そういう証券取引所のコーポレート・ガバナンス報告書を見ましたけれども、私が見た限り全て遵守しています。

○加藤 私も先ほどの船津先生のご質問と似たような疑問を持っています。つまり、まず前提として、コーポレートガバナンス・コード自体がプリンシプルベースの規定だとかルールベースの規定だと言うことにはあまり意味がないと思います。なぜかという、両者がまざっていると思うからです。例えば、独立取締役を2名以上入れたほうが望ましいというのは明らかにルールベースの規定です。ですから、コーポレートガバナンス・コード全体がどうかというよりも、個々の規定の意義に着目したほうがいいと思います。

個々の規定に着目していくと、会社がどのような情報開示をすることが望ましいかという問題が浮かび上がってくると思います。例えば、ある会社のコーポレート・ガバナンス報告書では、コーポレートガバナンス・コードの各原則を全て実施していますと書いてあります。このことは、確かにプリンシプルを定めている規定についても遵守しているということの意味なのですが、投資家にとってそのような情報の開示がどの程度重要なのでしょうか。プリンシプルを定めている規定について重要なのは、会社が、そのプリンシプルをどうやって具体的な形でコーポレートガバナンスの仕組みに反映させていくかということだと思います。そうすると、プリンシプルを定めている規定とコンプライ・オア・エクスペインという規制の方法が本当に親和的なのか考えていく必要があると思います。

○北村 船津先生にお答えしたのと多分共通だと思うのですが、エクスペインをするのは基本的な考え方についてではなくて、それに基づく個々の原則に結局はなるのではないかということです。プリンシプルベース・アプローチについてコンプライ・オア・エクスペインが親和的と

いうよりも、むしろルールのほうが、もし逸脱するのならばどう理由で逸脱するのかが株主にとって重要だというお考えはまさにそのとおりに思います。ただ、日本のコーポレートガバナンス・コードは、最初からルールベースにするのではなくて、プリンシプルである基本原則を示して、それに基づく規則的なものが原則と補充原則に2段階に細かく分かれていて、基本原則は守っているけれども、さらに原則は守っているけれども、その下の補充原則は守らないというのはどういう考え方によるのかということをお投資家に説明する、つまり、英国のように基本原則の遵守をもとに個々の原則のエクスペインを見ていくという構造に、日本のコードはなっているのだらうと思います。

このように、最初からルールを並べてその遵守状況を見るのではなくて、こういう考え方に基づいて基本原則は遵守しているけれども、原則あるいは補充原則は遵守していない。それはなぜかが明らかになることが株主等にとって有益だという考え方で、日本のコードはでき上がっているのではないかと思うわけです。そのことを、プリンシプルベース・アプローチがコンプライ・オア・エクスペインに親和的と言うと、やや言葉が足りないかなと、今のお二人のご意見をお聞きして感じました。

○加藤 そうすると、あまり具体的なルールを定めていないような規定について、会社がコンプライしていますという情報は一体どういった意味があるのでしょうか。

○北村 まさにそうですね。東京証券取引所も本則市場以外の市場における上場会社では、基本原則をコンプライしていますということだけが、コーポレート・ガバナンス報告書に書かれているわけですね。だから、あまり意味がないということかもしれません。

ただ、英国でも、ロンドン証券取引所のプレミアム市場の上場会社だけがコーポレートガバナンス・コードについてコンプライ・オア・エクスペインをしなければならないわけで、スタンダー

ド市場の上場会社にはコードそのものが適用されません。つまり、英国でも、主要な上場会社についてだけ、コードについてのコンプライ・オア・エクスプレインが定められているわけです。

そう考えると、日本で、本則市場でない市場の上場会社についてのコードの適用は、基本原則の考え方は持っていますということを確認するぐらいの意味しかないのかなと思います。

#### 【遵守率の高さ】

○川口　ご報告では、エクスプレインを避けたいのが上場会社の本音と言われていました。それは一体どういう意味なのでしょう。すなわち、出る釘は打たれるということで、自分だけ突出してしまうと、後で批判されることを恐れるのでしょうか。独立社外取締役を2名以上要求する取引所の規則では、会社法の規定と違い、置くことが相当でない理由をエクスプレインするのではないわけです。したがって、置かない理由はいくらでも考えられるはず。それをエクスプレインしたくないというのは、何か、日本的な感じはするのですが。

○北村　これは日本だけではなく英国でもおなじような傾向にあります。英国で一番不遵守の割合が高い各則でも9.8%が不遵守ということですので、かなり遵守率は高いといえます。FTSE350の主要な上場会社についての統計ですけれども、完全遵守をしている会社が61.2%であるということ、かなりの会社はエクスプレインをしていません。それが投資家に評価されるだろうし、そもそもエクスプレインを考えるのも面倒である、そのようなことに力を使いたくないというのが本音かなというふうには思っております。

特に、エクスプレインをするときには定型的な説明はすべきではないということが強調されます。私たちがいろいろなところで講演するとき、例えば社外取締役を置くことが相当でない理由とはどのようなものですかと聞かれますけれども、それに答えると、何となくひな形になるわけですね。ひな形がだめということになると、各会社で独自

に考えなければならなりません。そういうことに力を使うよりは、とりあえず形式的に、とにかく遵守したという形を整えたほうがいいと思う上場会社が多いのではないのでしょうか。

その関係で注目したのが、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社になる理由です。「商事法務」の株主総会白書に書かれていることですが、監査等委員会設置会社になるメリットは何かというと、社外監査役を監査等委員にすることで、新たに社外役員を招聘せずに2人の社外取締役を選任できるということ。これが回答の61.6%ということ。このような動機で監査等委員会設置会社になるのはいかがかと思いますが、こういう傾向が上場会社に見られるということですね。

○川口　ドイツで不遵守率が高いというのは、何か理由があるのでしょうか。制裁がない、あるいは緩いのでしょうか。

○北村　これはよくわからないのですが、ドイツでは、コードの勧告や提案を積極的に上場会社に守らせるということではなくて、独特の機関設計をとっているのが、ドイツの上場会社のガバナンスの信頼性を高めようとすることにコード策定の主眼が置かれているようです。とはいうものの、コードの勧告の遵守率の平均が79.8%ですから、それほど低いわけでもないですね。ただ、英国と比べると低い。英国で最も不遵守率が高い各則でも9.8%ですから、その各則でも90%以上は遵守しているのですね。一方、ドイツでは個々の勧告の遵守率の平均が79.8%で、8割弱です。

○洲崎　8割しか守っていないということは、一つの項目について5社に1社は守っていないということですか。

○北村　平均だからそういうことです。

○洲崎　そういう意味では、やはり不遵守率はかなり高い。

○龍田　英国はまた特殊なのですね。自主規制が非常に重く受け入れられていて、会社法やそれに基づく規則で定めていなくても、それを守らなければならないというのがシティの紳士の心構え

で、これを逸脱すると、シティで仕事がいづらくなる、そういう雰囲気は随分と強いのではないですか。何か最近はどうでもない、米国あたりからゴーゴーボーイのようなものがかかり入ってきたというような不満も聞きますが。大体どのルールで決めてあろうか、キャドベリー委員会報告であろうか、何々委員会の報告であろうか、上場規則であろうか、あるいはテイクオーバーに関するルールであろうか、それらはまさに自主規制ですね。それでも、法令と同じように受け入れられていますから、これは米国とまさに逆ですね。

米国で私が最初にカリフォルニアの会社法を習ったときに、カリフォルニアの会社法はどうしてこれほど厳しいのだろうと感じました。向こうはゴールドラッシュで世界各国からならず者がたくさんやってきては商売をしていた、だから厳しくして抑えないことには成り立っていかないのだということでした。ですから、あれは米国の州の会社法の中でも一番厳しいほうではないのですか。

○北村 おっしゃるとおり、英国では、シティの自主規制から始まって、規制機関と言われた FSA なども、純粋な政府機関ではなくて、保証有限責任会社の形をとっていました。FRC もそうですね。ただ、長年、多くの参加者がその機関の規制に従ってきたということは、規制に相当の合理性があるということだと思います。例えば先生がおっしゃいましたテイクオーバーに関するルールについても、英国の自主規制が合理的だから、それが EU のテイクオーバーに関するルールの基本になりました。そういう伝統の下で、シティにおいて村八分にならないようにするというのが実質的な強制力を持っていたということができません。

先ほど述べました、英国で最も遵守率が悪い、9.8%が守っていない各則というのは、取締役会の過半数が独立社外取締役である非業務執行取締役であるというものです(B 1.2)。ただ、これには但書があって、比較的小規模な上場会社は少なくとも2名の独立社外取締役がいればよいということになっています。もしかすると、独立社外取

締役を2名以上必要とする日本のコードの原則4-8は、英国の比較的小規模な上場会社についての各則を参考にしたのかもしれませんが。

#### 【コードが会社法の解釈に及ぼす影響】

○山下 こういうコードができて、これは最初のほうに法規範を設定するものではないというふうな説明があるのですけれども、基本原則から、さらには原則というのを見ていくと、先ほどの議論にもあったように非常に抽象的で、プリンシプルと言うらしいものとかかなりルールめいた原則などもあります。また一方では、会社の中における不適正な行為に対する監督をしっかりしなければならないという面もあり、他方では、先ほどの「攻めのガバナンス」ということで、取締役会であまり細々したことまで審議するなというような趣旨のこともあるようなのですが、こういうコードができたことによって、会社法の解釈といえますか、例えば取締役の義務や責任、このあたりに今後どういう影響があるのか。これはもうそういうものとは全く別の世界のコードをつくただけなのか、直接すぐということはないのかもしれないけれども、何かじわじわと法律解釈に影響が及んでいくことがあるのか、そのあたりのところはいかがなものなのでしょう。

○北村 非常に難しい問題だと思います。例えば、会社法上、重要な業務執行は取締役会が決定しなければなりません、重要な業務執行かどうかははっきりしない事項については、できるだけ取締役会で決定しようというように、法的安定性を重視する解釈がこれまでとられてきたように思います。けれども、コーポレートガバナンス・コードにより、どのような方針に基づいて取締役会が業務執行者に決定を委任するかを決めて開示せよというような規範が作られることによって、ある程度合理的な説明がつけば、業務執行事項を広く業務執行者に委任して構わないというような実務が徐々に形成されるのではないかと、ということはあるところではあります。

コードでは、取締役会は経営についての基本方

針を決定して、できるだけ具体的戦略は業務執行者に委ねて、取締役会はそれを支援する、と定められておりますので、その方向に実務は動くのかもしれませんが。ただ、支援するとしても、やはり個々の取締役が監視しながら、支援すべきでないものは支援してはいけないわけですから、結局、現在の会社法の解釈が大きく変わるわけではないと思いますが、実務の状況は少し変わっていくのかな、という感想を持ちます。

○山下 ありがとうございます。

○洲崎 今のお話に関連して一番気になるのは、「攻めのガバナンス」というものがこのコードのどの部分から出てくるのか、という点です。

原則4-2では、「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」が取締役会の主要な役割・責務の1つであるとされ、加えて、「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」とありますから、リスクな経営判断でも歓迎すべきということのようです。さらには、「承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである」とも言っています。経営陣幹部とは業務執行取締役を想定しているのかなと思いますが、彼らがリスクな提案をしてきたときでも、社外取締役等はあまりブレーキをかけなさんなというようなことを言っているのかなという気がします。そして、ブレーキをかけなかったことについて、後の株主代表訴訟で責任を迫及された場合でも、社外取締役はコードでこのようなことを推奨しているから、私はそれに従ってブレーキをかけなかったのですという主張ができるように、ということも考えられているのかもしれませんが。「攻めのガバナンス」として考えられているところの実際は、私が今推測したようなところでしょうか。

○北村 洲崎先生がおっしゃった原則4-2の前段で、取締役会が経営陣の提案を歓迎するとか、支援するとか、そういうことが述べられているわけですね。コードの4章の「取締役会等の責務」の趣旨が、基本原則4の考え方の中に載っておりまして、そこでは、監督の質の高さと意思決定過

程の合理性を担保することによって、経営判断の結果として会社に損害が生じた場合に、経営陣・取締役の責任が回避され、そのことが迅速・果断な意思決定を促すとされています。

これを見ると、洲崎先生がおっしゃったように、コードのとおりやっていたら責任が回避されるということになりそうですが、責任が回避されるから経営が積極・果敢になるというのは、何か順序が逆のような気がします。意思決定過程が合理的であって、取締役会もきちんとそれを監督しているから、迅速・果断な意思決定を行っても、結果として責任が回避されるようになるのではないのでしょうか。ですから、この部分はよくわからない書き方であって、このとおりなら、今までの日本の経営者は責任が回避されないから積極・果断でなかったということになりそうで、やや違和感があります。

○龍田 比較的これが歓迎されたのは、先ほど洲崎先生がおっしゃった、そういう解釈に向かうのではなからうか、向かってくれるのではなからうかという期待があるのではないのでしょうか。訴訟になっても、裁判官がそういう方向で解釈してくれたらありがたい、そうなる一つのよすがになってほしいという期待がどうも感じられるのですけれども、もし本当にそうであるのならば、私はこれは困ったことだと思いますね。

○舩津 今の点に関してですが、例えば、原則4-2をコンプライしたことによってリスクをとりましたという抗弁をしたときに、裁判官として、いや、これは逸脱も許されるのだからリスクをとるのは当然ではない、という話になるのか、それとも、このコード自体はやはり社会規範としてその方向を目指すものである以上、特別な事情がある場合にだけ逸脱が許されるのだというふうに見えるかによって、法的評価は変わるのかなという気がしたのですが、そのあたりについて、このコード自体がそういう規範を形成するような、リスクをとることに対して背中を押すようなものなのか、やはりコンプライ・オア・エクスプレインなのだから、価値中立的であって、そのあたりは影

響しない、あるいはさせるべきでないとお考えなのか、いかがでしょうか。

○北村 まず、コード自体が裁判規範になることは多分想定していないと思います。そして、コードが価値中立的かという、多分中立的でなくて、コンプライのほうをやはり推奨していると思います。プリンシプルベースの下で、基本原則は守れるという前提で、原則と補充原則についてはどうかという、守っている場合はエクスプレインしなくてもよくて逸脱するときだけエクスプレインをするということであり、これはやはり中立的ではないでしょう。

だから、船津先生がおっしゃったように、エクスプレインすることができるのだから、これを守ったことは抗弁にならないとか、そういうことは多分想定されていないのだと思います。

○船津 私自身が想定していたのは、これが直接裁判規範になるという意味ではなくて、任務懈怠などの解釈の中で、その行為の当時においてほかの経営者ならばどういうことをするかという基準に立った場合に、ほかの人も原則4-2でリスクをとっていたのだからという話で抗弁が出てくるのかなど、がちがちに考えればそのようになるのかなということをちょっと想定してみました。

○北村 もしかしたら、将来の裁判において、被告側弁護士がそういうことを述べる可能性は否定できないと思います。

#### 【ステークホルダー重視の意味】

○飯田 コードの特徴の一つとして、ステークホルダー重視ということをご指摘いただいたと思うのですが、北村先生のお考えでは、このステークホルダー重視という基本原則あるいは補助原則について、どのような評価をされているかということ伺いたしたいと思います。

と申しますのも、例えばこれはOECDコーポレートガバナンス原則の概要を参考にしているということですが、地域社会がステークホルダーに入っているかどうかという違いもあるのですが、そのほかにOECDのものであれば、ステークホルダ

ーがコーポレートガバナンスのメカニズムに参加していくときの制度を整備すべきだというような内容があるように思います。けれども、そういったものは今回の日本のコーポレートガバナンス・コードには逆に入っていないように思えます。ステークホルダー重視というときの重視の意味とは何かということですが、日本のコードは本当にこれを重視しているのかというのがよくわからないところであります。北村先生の評価を教えてくださいたいと思います。

○北村 ステークホルダー重視というのは、5つしかない章、5つしかない基本原則の中、わざわざ1つの章、1つの基本原則で、ステークホルダーを挙げて、それとの協働を上場会社は考慮すべきだとしていることをいいます。もっともコードは裁判規範ではないので、ステークホルダーとの協働を考慮しなければ善管注意義務違反だとか、考慮したら善管注意義務違反にならないとか、そういう問題ではなく、「攻めのガバナンス」のために何をすべきかと文脈において、一つの章を使ってステークホルダーとの協働を述べているということが、重視という意味ですね。

OECDコーポレートガバナンス原則におけるステークホルダーに関する章では、従業員やその他の利害関係者がコーポレートガバナンスの過程に参加するというようなことが述べられています。従業員の参加はわかりやすいですけれども、ほかのステークホルダーがどうやって参加していくのか、ちょっとわからないところがあります。

日本のコードでは、ステークホルダーの側が経営に参加するというよりは、企業のほうがステークホルダーの利害関係を考慮せよということになっています。これは制度の問題というよりは、上場会社ないしは業務執行者の心構えという形で述べられていると考えております。

○飯田 ありがとうございます。

○前田 それでは、今月の研究会はこれで閉会とさせていただきます。北村先生、どうもありがとうございました。

JPX 金融商品取引法研究会  
 「コーポレートガバナンス・コード〈理論編〉」  
 平成 28 年 1 月 22 日  
 京大大学院法学研究科教授  
 北村雅史

I はじめに  
 本報告では、コーポレートガバナンス・コードに関する総論的な検討を行う。  
 具体的には、コーポレートガバナンス・コードの策定に至る経緯、諸外国の状況、コーポレートガバナンス・コードの目的・規律・適用方法・構成・特徴等について考察する。

II コーポレートガバナンス・コード策定の経緯  
 1 「日本再興戦略」と有識者会議「原案」  
 コーポレートガバナンス・コードの策定は、平成 26 年 6 月に閣議決定された『日本再興戦略』改訂 2014』を受けたものである。2014 年の「日本再興戦略」では、コーポレートガバナンス・コードの策定について、以下のように述べられている。

まず、「日本企業の稼ぐ力、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民に均てんさせるには」、「コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し」、「グローバル競争に打ち勝ち勝ちの経営判断を後押しする仕組みを強化する必要がある」との改訂戦略が明らかにされる（第一総論 II（1））。そして、この戦略に基づく施策の一つとして、東京証券取引所が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要請している（第一 IV 1（1））。そのための具体的なアクションプランとして、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイドライン等や OECD コーポレートガバナンス原則を踏まえて、わが国の実情に適合し、国際的にも評価が得られるようなコードを、平成 27 年の株主総会シーズンに間に合うように策定するものとされた（第二 3 つのアクションプラン 一1（3））。

これを受けて、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よって検討が進められ、平成 27 年 3 月 5 日に「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の特長的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」が公表された。有識者会議の最終成果であるのに「原案」となっているのは、これをもとに各証券取引所においてコーポレートガバナンス・コードが策定されることが想定されているからである。

コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所において上場規則に添付され、平成 27 年 6 月 1 日から施行された。他の取引所でも同じように施行されるに至った。証券取引所におけるコーポレートガバナンス・コードの実施方法については、後述する。

なお、それまで日本に、コーポレートガバナンスに関する法令以外に有程度統一な規範がなかったわけではない。東京証券取引所は、2004 年に、上場会社のコーポレートガバナンスの充実に向けた環境整備の一環として、わが国におけるコーポレートガバナンスに対する共通認識の基盤を提供するという目的のもと、「上場会社コーポレート・ガバナ

ンス原則」をとりまとめた。この原則は、2009 年に改訂されるとともに、上場規程の企業行動規範において、上場会社はこの原則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旨が定められた（平成 27 年 5 月改正前東証有価証券上場規程 445 条の 3）。「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、OECD コーポレートガバナンス原則の枠組みに従った章立てとなっていたが、5 項目の基本原則とそれぞれについての留意点が箇条書きになっているのみで、上場規程上もそれを尊重することだけが定められるなど、内容および実施方法について不十分であった。

2 諸外国の状況  
 コーポレートガバナンスに関する規範の策定は企業社会が発展したほとんどの国で取り組まれている。ただし、その手法は、アメリカとそれ以外の国では大きく異なっている。会社法制の改革が「コーポレートガバナンス」という言葉を用いて行われるようになったのは、アメリカが最初であり、とくにアメリカ法律協会（American Law Institute）が、10 年余にわたる検討の末、1992 年に公表した「コーポレートガバナンスの原理：分析と勧告」（Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations）は、世界各國の議論に大きな影響を及ぼした。

アメリカにおけるコーポレートガバナンス規範への取組は、コードという形ではなく、証券取引所法等の改革（2002 年のサーペンシンス＝オクスレー法、2010 年制定のドッド＝フランク法など）、SEC 規則、および証券取引所の上場規則により、いわゆるルールベースの規制の形で行われている。たとえば、独立取締役の割合を含む取締役会の構成、監査委員会・指名委員会・報酬委員会等の設置と構成などは、ルール通り上場会社に義務付けられる。一方、ヨーロッパ諸国をはじめとする多くの国では、法令等の制定のほかに、コーポレートガバナンス・コードを策定し、後述のプリンシプルベースでコンプライ・オア・エクスプレインの手法での規律を行っている。

コーポレートガバナンス・コードの先駆者の一つとなるのはイギリスである（世界初というわけではない。香港（1989 年）が最初ということである（神作 14 頁））。イギリスでは、1992 年のキャドベリー委員会報告書、1995 年のグリーンブリー報告書および 1998 年のハンペル報告書に含まれる規範・原則を統合した「統合規程（Combined Code）」が 1998 年にロンドン証券取引所の上場規則に添付された。2010 年に、財務報告評議会（Financial Reporting Council）が、「統合規程」を再編成し、上場会社に対する規律を「英国コーポレートガバナンス・コード（UK Corporate Governance Code）」として取りまとめた。その際、機関投資家向けの規律はステュワードシップ・コード（UK Stewardship Code）として分離された。英国コーポレート・ガバナンス・コードは、それ自体法的拘束力があるものではないが、上場会社は、英国コーポレート・ガバナンス・コードの定めを遵守したかどうか、ある定めを遵守しなかった場合はその理由（comply or explain）を、年次財務報告書（annual financial report）に記載しなければならない（Financial Conduct Authority

#### Handbook Listing rules 9.8.6(6))。

ドイツでは、コーポレートガバナンス規制等に関する政府委員会が、2001年に「ドイツ・コーポレートガバナンス・コード (Deutscher Corporate Governance Kodex)」を作成し、上場会社は、ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの遵守状況を開示しなければならぬものとされた(株式法161条1項)。遵守状況の開示は、ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コードの提示に従っているかどうか、従っていない場合はその理由を述べるというものである。

フランスでは、2008年にコーポレートガバナンス・コードが策定され、上場会社が、コンプライ・オア・エクスプレインの手法でコードの遵守状況を開示することが法律(簡法)で要請されている。

これ以外のヨーロッパ主要国のほか、オーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、香港などでも、プリンシプルベース・アプローチでコンプライ・オア・エクスプレインの手法によるコーポレートガバナンス・コードが策定されており、2014年段階でコーポレートガバナンス・コードを持たない先進国は、アメリカと日本だけといわれた。

日本は、平成26年2月にスチュワードシップ・コードを策定し、平成27年6月にコーポレートガバナンス・コードを施行したことから、両方のコードを持つ国という意味でギリス並みのコード先進国になった。

アメリカにコーポレートガバナンス・コードがない理由として、沿革的、制度的事情が考えられる。たとえば、アメリカでは会社法の管轄が州にあるため、ドイツやフランスのように会社法に根拠を持つコードを策定するのが困難であること、コーポレートガバナンスについて実効的・強制的な規律をするためにはルールベース・アプローチがよいという方針のもと、規律する範囲が広いため様々なルール(法令、取引所規則等)による分権的規制が採用されたこと(神作16頁)、アクティビスト活動が活発で大手機関投資家が企業の長期的価値創造のために意見発信を盛んに行っているという事情(武井7頁)などが挙げられている。

もちろん、アメリカ以外の国々にも、ルールベースのコーポレートガバナンス規制は存在する。日本でもその他の国々でも、程度の違いはあるとしても、株式会社の機関設計、経営監視体制、役員報酬の決定・開示などのガバナンスに関する事項の枠組みは、会社法・金融商品取引法、取引所規則等によってルールベースで規律されている。つまり、法令等に加えて、ソフトローとしてのコードを組み合わせることににより対処するということが、国際的には主流になっている。

このほか、経済協力開発機構(OECD)は、1999年にコーポレートガバナンス原則を策定した。この原則は、1998年4月のOECD閣僚理事会において、各国政府その他の関連の国際機関および民間部門とともに、コーポレートガバナンスの基準や指針を一つにまとめた文書を策定すべきとの要請がなされたのを受けて策定された。OECDコーポレートガバナンス原則は、OECD加盟国・非加盟国の政府が、それぞれの国におけるコーポレート

ガバナンスについての法的制度的枠組みおよび規制の枠組みを評価し改善する助けとなり、また、証券取引所、投資家、企業その他の関係者に対し、指針と示唆を提供することを意図したものである(2004年版OECD原則前文)。OECDコーポレートガバナンス原則は、2004年と2015年9月に改訂された(2015年版の見出しはG20/OECD Principles of Corporate Governance)。上述の「日本再興戦略」でも述べられている通り、日本のコーポレートガバナンス・コードはOECDのコーポレートガバナンス・原則(2004年改訂版)を参考にして策定された(コード原案序文4項)。

#### III コーポレートガバナンス・コードの目的

コーポレートガバナンス・コード原案は、「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」をコーポレートガバナンスと定義する(序文6項)。そして、会社が、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、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」を目指すための規律を策定している(序文7項)。

イギリスのコーポレートガバナンス・コードの前文(Governance and the Code)によれば、「コーポレートガバナンスとは、それによって会社を方向付け、制御するためのシステム(system by which companies are directed and controlled)である」と定義されている。これは、キャドベリー委員会報告以来の定義である。そして、会社のガバナンスは取締役会が責任を負うから、コーポレートガバナンスとは、会社の取締役会が何をを行い、いかに会社の価値を決定するか、にかかわるものである、とされる。そのうえで、コードの目的を「実効性の高い取締役会実務のための数多くの要素について指針を提供する」(前文)、「質の高いコーポレートガバナンスの実現を目的とする法律、規制および最善慣行基準の枠組みの一部をなす」(序文(Preface))とする。

OECDコーポレートガバナンス原則前文は、コーポレートガバナンスを、「経済効率性を改善し、成長を促進し、投資家の信頼を高める上での一つの重要な要素」、「会社経営陣、取締役会、株主およびステークホルダー間の一連の關係に關わるもの」、「会社の目標を設定し、その目標を達成するための手段や会社業績を監視するための手段を決定する仕組み」であるとし、「有効なコーポレートガバナンス体制が存在することは、市場経済が適切に機能するのに必要な程度に信頼を高めるための助けとなり」、「その結果、資本コストが低下し、会社が資源をより効率的に活用するよう促進されることで、成長が下支えされることになる」という。

このように、イギリスやOECDと比べると、日本のコーポレートガバナンス・コードは、「株主をはじめ顧客、従業員、地域社会等の立場を踏まえ」ること、「迅速・果敢な意思決定」を行うことを定義に加え、その目的を「攻めのガバナンス」の実現を目指すものと位置づけている点で特徴的である。「攻めのガバナンス(growth-oriented governance)」をこ

とされることが明らかにされている。イギリスのコーポレートガバナンス・コードも、コードの原則等はプリシブルであり、ルールベース・アプローチ(rule-based system)ではない旨が強調されている(序文 5 項、comply or Explain)。

プリシブルベース・アプローチの対となるのはルールベース・アプローチ(細則主義)である。法令等はルールベース・アプローチを採っており、ここでは、規範の明確性を高めるため用語の厳密な定義がされ、予見可能性が確保されている反面、個別事情に応じて柔軟に解釈する余地があまりなく、規範が示す最低限のルールのみを守ればよいという消極的な対応がされることにもなる。これに対し、プリシブルベース・アプローチによると、解釈の幅が広がり、個別事情によって柔軟な解釈が可能になり、結果として各社の主體的かつ積極的な取組みが促されている。

なお、プリシブルベース・アプローチは後述のコンプライ・オア・エクスプレインの手法に親和的であるといえるが、ルールベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインが相いれないわけではないだろう。会社法 327 条の 2 はルールベース・アプローチといえるが、「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明して「社外取締役を置かない」という選択が可能にする。

コーポレートガバナンス・コードの諸原則およびそこで使用されている用語については、プリシブルベース・アプローチの下、厳格な定義を置かず、解釈の幅を広げているものが含まれている。このような原則や用語の解釈は、各社の自主的な判断に委ねられるが、だからといって各社が恣意的に判断すればよいわけではない。コード原案序文にあるように、原則・用語の解釈にあたっては、各原則の趣旨・精神を理解した上で、その趣旨・精神を全うするにはどのように解釈するのが適切かという観点からの対応が求められる。また、用語の定義を含めコードに含まれる原則の解釈については、まずはコードの名宛人である会社の解釈が尊重され、会社と株主等のステークホルダーの見解が異なる場合には、対話によって共通の理解が得られるように努めることが期待される。

コーポレートガバナンス・コードの原則に含まれる具体的な用語の解釈は、その用語が含まれる原則の趣旨・精神に遡って検討する必要がある。ある会社の解釈が他の会社の解釈と少し異なることは、プリシブルベース・アプローチの手法からすると、想定内のことではある。

用語を原則の趣旨に遡って解釈することについて、いくつかの例をもとに検討する。コーポレートガバナンス・コードには「株主」という用語が頻出する。スチュワードシップ・コードに言及するコーポレートガバナンス・コード原案序文 8 項では、株主は機関投資家を意味するような表記がされている(株主(機関投資家))が、それを除いて、株主という文言のみから機関投資家を連想させる表現はされていない。これは、株主は機関投資家に限らないことを意識したためであろう。

もともと、コードの原則の趣旨から、その文脈において「株主」がどのような属性の者を想定したかについては、各社の判断が要請される。たとえば、補充原則 5-1①では、

とさら強調することについて、以下のような分析がある。英米を中心に、コーポレートガバナンスは経営者が短期的な利益を追求し過剰なリスクをとることに對するプレキとしての役割が重視されているのに対し、日本では、リスクアバースな傾向にある企業行動をもう少リスクをとりやすい方向にもっていくことが目論まれている(拙稿 8 頁)。すなわち、欧米も日本も、健全な経営のリスクテイクを可能にするシステムを目指すという意味では共通の目的を持っているが、ベクトルが逆方向にあるということである。

もちろん、コーポレートガバナンスには、「守りのガバナンス」的要素も重要であり、日本においても短期的利益の追求のための過度のリスクテイクは抑制されなければならない。コーポレートガバナンス・コードは、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。中長期的ということが述べられているのは、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、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るからである(原案序文 8 項)。

ドイツとフランスのコーポレートガバナンス・コードの序文には、コーポレートガバナンスの定義はない。ドイツのコーポレートガバナンス・コードの序文では、コーポレートの株式会社がマネジメントボードとスーパバイゾーボードの二層制をとっていることから、ドイツのコーポレートガバナンス・システムを透明でわかりやすいものにし、ドイツの上場会社の経営・監督が国際的に信頼されるようにするという目的が述べられている。このように、ドイツのコーポレートガバナンス・コードの策定の目的が、ドイツのガバナンスシステムを海外の投資家に説明することにあつたことから、ドイツでは、コードの原則の規範性・正統性があまり感じられず、コードの遵守率がイギリスよりも低く(イギリスで最も不遵守率の高い各則でも不遵守割合は 9、8%であるのに対し、ドイツの勧告の遵守率の平均は 79、8%)、規模の小さな上場会社ほどその傾向が強いという分析が紹介されている(神作 17 頁)。

#### IV コーポレートガバナンス・コードの規律・適用手法

##### 1 プリシブルベース・アプローチ

コーポレートガバナンス・コードは、プリシブルベース・アプローチ(原則主義)の規律が採用されている。プリシブルベース・アプローチの意義について、コード原案には、「一見、抽象的で大掴みな原則(プリシブル)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。」とされ、「本コードで使用されている用語についても、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、本コードの趣旨・精神に照らして、適切に解釈することが想定される。」と述べられている(原案序文 10 項)。

OECD のコーポレートガバナンス原則では、2004 年版前文(OECD Principles Corporate Governance)においてプリシブルベース・アプローチ(principles-based approach)



イギリスのコーポレートガバナンス・コードの規範は、基本原則 (Main Principle)、補助原則 (Supporting Principle) と各則 (Code Provisions) に分かれている。このうち、基本原則は、上場会社に遵守することが義務付けられており、上場会社は、それをどのような理由で年次財務報告に記載する (Financial Conduct Authority Handbook Listing rules 9.8.6(5))。一方、各則については、コンプライ・オア・エクスプレインの手法により、他の手段によって良いコーポレートガバナンスが達成されるのであれば、各則を実施しない理由を年次財務報告に記載して (Financial Conduct Authority Handbook Listing rules 9.8.6(6)(b))、各則から逸脱することが正当化される (comply or explain 2・3)。

ドイツのコーポレートガバナンス・コードの規範は、勧告 (Empfehlung/recommendations, soll/sollen)・shall という文言が用いられる)と提案 (Anregung/suggestions, sollte・should という文言が用いられる) に分かれており、勧告についてはその理由を説明することにより規範からの逸脱が認められ、提案については、説明をせずに逸脱が認められる。株式法161条によって遵守したかどうか、遵守しない理由等について説明が求められるのは勧告についてである。

フランスのコーポレートガバナンス・コードに含まれる規範にはイギリスやドイツのような区分はなく、上場会社はコードに含まれるすべての原則について、遵守するか、不遵守の理由を説明する (コード 25.1)。

日本のコーポレートガバナンス・コードに含まれる規範は、基本原則、原則および補充原則に分かれる。「基本原則」はガバナンスについての普遍的な考え方を示したもので、「原則」は「基本原則」を構成要素ごとに分解・整理したもの、「補充原則」は具体的に何をどのように実施するかは、証券取引所のルールによって定められる。

証券取引所の上場規程は、取引所に対する「コーポレートガバナンスに関する報告書」において、コーポレートガバナンス・コードの実施状況を、コンプライ・オア・エクスプレインの方式で開示することを求める。コードに含まれる諸原則のどの層の実施状況が報告対象となるかは、取引所あるいは上場会社によって異なる。東京証券取引所の市場第一部および第二部 (本則市場) の上場会社については、コーポレートガバナンス・コードの原則 (基本原則 5、原則 30、補充原則 38) すべて合計 78 原則が、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる。マザーズとジャスダック上場会社は、基本原則 (5 原則) のみが対象となる。札幌・福岡各証券取引所の上場会社もコンプライ・オア・エクスプレインの対象となるのは基本原則のみである。名古屋証券取引所では、本則市場の上場会社は基本原則・原則・補充原則すべてが、それ以外の上場会社 (セントレックス) は基本原則のみが、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる。なお、基本原則についてもコンプライ・オア・エクスプレインすることは可能であるが、基本原則は、上場会社であれば通常実施すると考えられる基本的な考え方を示したものであり、上場会社がこれに遵守しない合理的説明を行うことは実際問題として困難ではないだろうか。

経営陣幹部または取締役が合理的な範囲で株主との面談に臨むことを基本にする、とされているが、経営陣幹部や取締役が物理的に面談できる株主の範囲は、保有株式数、保有期間、保有目的等から限定されると考えられる。

基本原則 1 や補充原則 1-1 ③にある (原則 4-7 でもステークホルダーの例示としてあらわれない) 「少数株主」は、会社が株主としての特別な権利の行使を妨げないようにする場面の権利の主体として表現されている。株主としての特別な権利としては、違法行為差止めや代表訴訟提起といった単独株主権が例示されている (補充原則 1-1 ③) ことから、少数株主とは、いわゆる少数株主権の主体という意味ではなく、基準日を定めてする集団的権利行使以外の個別的な株主の権利を行使しうる者を意味すると理解される (社債・株式等の振替に関する法律 147 条 4 項の「少数株主権等」を行使する株主と同義)。

このほか、「関連当事者」(原則 1-7)、「経営陣」(原則 4-2 等)、「経営陣幹部」(原則 3-1 等)、「資本政策」(原則 1-3)、「政策保有株式」(原則 1-4) といった用語についても明確な定義はなく、各社が原則の趣旨に照って解釈する必要がある。

## 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・コードの実施にあたっては、「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合は、その理由を説明するか)の手法が採用される。すなわち、コードに含まれる規範 (原則) は法的拘束力を持つものではなく、原則の中に、会社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ものがあれば、理由を説明して当該原則を実施しないことが認められる。

規範の遵守を強制するのではなく、コンプライ・オア・エクスプレインの手法をとる趣旨は、コーポレートガバナンス・コードに含まれるすべての原則がすべての上場会社に適合するわけではないことを前提とする。コードの原則を実施しない会社は、実施しない理由を説明することで、株主・投資家その他のステークホルダーの理解を得られるように工夫することが期待されており、ひな形的な表現により表層的な説明をすることは、コンプライ・オア・エクスプレインの趣旨に反する。

上場会社側だけでなく、株主等のステークホルダーの側においても、この趣旨を理解し、コードの原則の一部を実施し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、と機械的に評価すべきではない (コード原案序文 12 項)。このことから、議決権行使助言会社である ISS の 2016 年版日本向け議決権行使助言基準 (2015 年 11 月 20 日) が、「株主総会後 2 人以上の社外取締役がいない場合に、経営トップの選任に反対を推奨する」としているのは、独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきとするコードの原則 4-8 を実施しないことのエクスプレインを無視して機械的に処理しているものとして、批判されるべきである。

コンプライ・オア・エクスプレインの手法は、コーポレートガバナンス・コードを有する国に共通する。ただ、子細にみると、国によってコードの規範性の強弱には違いがある。

以下、上場会社については、東京証券取引所の本則市場の上場会社を前提にする。  
 コーポレートガバナンス・コードの趣旨・精神を尊重することは、有価証券上場規程の企業行動規範のうち「望まれる事項」として定められている（東証有価証券上場規程 445 条の3）。「望まれる事項」は、上場会社に要請される事項を努力義務として定める規定群であり、それに違反しても実効性確保措置（特設注意市場銘柄への指定、改善報告書の徴求、公表措置、上場契約違約金）の対象とならない。もっとも、コードの各原則を実施しない場合はその理由を説明しなければならず、その義務は企業行動規範のうち「遵守すべき事項」に該当する（東証有価証券上場規程 436 条の3）。「遵守すべき事項」の違反は実効性確保措置の対象となる。なお、この上場規程等の改正（2015年5月13日）により、従前の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は廃止された。

コーポレート・ガバナンスに関する報告書は、定時株主総会のあと遅滞なく提出することになったが、コードの諸原則についてのコンプライアンス・オプトアウトの記載をしない報告書の初回の提出時期は、平成27年6月1日以後に最初に開催される定時株主総会の日から6か月以内である（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）。コードの各原則の実施状況の開示は、実施しない原則を特定して理由を説明するということであるが、すべての原則を実施している場合には、すべて実施しているとの記載をする（コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領 2015年10月改訂版）。

#### V コーポレートガバナンス・コードの構成

コーポレートガバナンス・コードは、「第1章 株主の権利・平等性の確保」、「第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、「第3章 適切な情報開示と透明性の確保」、「第4章 取締役会等の責務」および「第5章 株主との対話」の5つの章からなり、それぞれ1つの基本原則と複数の原則・補充原則が置かれている。

コーポレートガバナンス・コードの構成については、各国で特徴がみられる。イギリスのコーポレートガバナンス・コードは、「A リーダーシップ」、「B 取締役会の有効性 (Effectiveness)」、「C 説明責任 (Accountability)」、「D 報酬」、「E 株主との関係」という章立てになっている。イギリスのコードは、キャドベリー委員会報告以来の積み重ねの上に成り立っており、その沿革がコードの構成に反映している。たとえば、「取締役会の有効性」はすでにキャドベリー委員会報告の見出しにあらわれており、「報酬」はグリーンリー委員会報告のテーマであり、「説明責任」はキャドベリー委員会報告で強調され、ハンベル委員会報告で章のテーマとして挙げられている。

ドイツのコーポレートガバナンス・コードは、「株主および株主総会」、「マネジメントボードとスーパースパイザーボードの協力」、「マネジメントボード」、「スーパースパイザーボード」、「透明性」、「年次財務諸表の提出および監査」という章立てである。ドイツの経営管理機構の特性を説明する目的から、マネジメントボードとスーパースパイザーボードに関する報告・提案がかなりの部分を占める。

フランスのコーポレートガバナンス・コードは、25の大項目からなるが、その大部分は取締役ないし取締役会に関する原則であり、ステークホルダーとの協働や株主との対話に特化した大項目はない。

日本のコーポレートガバナンス・コードが主として参考にしたOECDコーポレートガバナンス原則（2004年版）の章立ては、総論的な第1章を除くと、「第2章 株主の権利および主要な特権機能 (key ownership functions)」、「第3章 株主の平等取扱い」、「第4章 コーポレートガバナンスにおけるステークホルダーの役割」、「第5章 開示および透明性」、「第6章 取締役会の責任」である。

OECD原則の第2章と第3章は、日本のコードの第1章に近い内容である。OECD原則の第4章から第6章は、それぞれ日本のコードの第2章から第4章に相当する。わが国で実務的に関心の高い「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」とする原則4-8は、OECD原則では「利益相反の可能性がある場合には、独立の判断を下せる十数人の業務を執行しない取締役の選任を検討すべきである」（第6章E1）となっている。

日本のコーポレートガバナンス・コードの第5章「株主との対話」は、2004年版OECD原則にはない。日本では、スチュワードシップ・コード（正式名称は「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》——投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために）が先に策定され、両方のコードが車の両輪として機能することを踏まえ、株主との対話に向けた会社の取組みを促進すべきことを明確にしたのである。同じくスチュワードシップ・コードを有するイギリスのコーポレートガバナンス・コードの「E 株主との関係」の第一の主要原則 (E1) は「株主との対話 (Dialogue with Shareholders)」であり、「目指すところ (objectives) についての相互理解に基づき、株主と対話すること」、「取締役会全体が株主との間で満足のいく対話が行われるようにする責務を負うこと」が定められている。

OECDコーポレートガバナンス原則の2015年版は、新たに「第3章 機関投資家、資本市場およびその他の仲介業者 (intermediaries)」という章を設けた（2004年版の第2章と第3章を第2章「株主の権利および平等取扱いならびに主要な特権機能」に統合した）。新しい第3章では、機関投資家が議決権行使をする際のポリシーの開示など日本ではスチュワードシップ・コードで定められる事項が含まれており (III A・B)、その原則の解説では、議決権行使を実質化するため、機関投資家と投資先企業との対話が推奨されるが、企業側は株主を平等に取り扱わなければならない、市場に開示されていない情報を機関投資家に提供してはならない旨が述べられている。これらは、2004年版の第2章 (F・G) にも含まれていた事項の一部を新たに第3章に移したのもいえるが、新しい第3章を設ける趣旨は、インベストメント・チェーンに介入する当事者に着目し、議決権が適切に行使されるようにする枠組みを設定することである。インベストメント・チェーンとは、発行会社と最終的特権者（実質株主）の間に介入する様々な業者やプロセスを意味し、機関投資家のほか、議決権行使助言会社、アナリスト、ブローカー、格付け機関等についても規制（分

その内容を開示すべき(補充原則4-1①)、「取締役会は、・・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」(原則4-3。人事についての方針・手続の開示について原則3-1(w)(v))とし、取締役会の責務は、経営方針・計画の策定、業績評価、経営陣幹部の人事であることを明らかにしている。また、わが国の上場会社の実情から見て、取締役会構成員の多数が業務を執行しない取締役であるとするのは現実的ではないが、「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られる上場会社は、・・そのための取組み方針を開示すべきである」(原則4-8後段)とするのは、事実上、3分の1以上の独立社外取締役の選任を推奨していることと理解される(森本9頁)。

わが国において、指名委員会等設置会社は、モニタリング・モデルに基づくものと理解されている。もともと、コーポレートガバナンス・コード原案序文14項では、「本コード(原案)は、・・いずれかの機関設計を適するものではなく、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」とされており、コード自体がモニタリング・モデルを強く推奨しているわけではない。

なお、コードでは、わが国の上場会社の多くが監査役設置会社であることを踏まえ、コードには監査役設置会社を想定したいくつもの原則が置かれているが、こうした原則については、監査役設置会社以外の上場会社は、自らの機関設計に応じて所用の諸原則を行った上で適用を行うことが想定されている(コード原案序文14項)。

### 3 ステークホルダー重視

コーポレートガバナンス・コードの第2章は、全体が株主以外のステークホルダーとの協働を定めている。コーポレートガバナンス・コードが目指す中長期的な企業価値の創出を達成するためには、ステークホルダーとの協働が不可欠であることが、第2章の諸原則の基本である。コーポレートガバナンス・コードにおけるステークホルダーとして、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会が例示されている。コーポレートガバナンス・コードの第2章は、OECDコーポレートガバナンス原則第4章を参考にしているが、OECD原則にはない地域社会を明示的にステークホルダーに加えている点で特徴的である。地域社会がステークホルダーになるのは、それが会社の存続・活動の基盤となるからである。

具体的には、ステークホルダーへの価値創造に配慮した経営理念の策定(原則2-1)、ステークホルダーとの協働・その利益の尊重などに会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動基準を定め・実践すること(原則2-2)、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)を巡る課題への対応(原則2-3)、女性の活躍促進を含む社内多様性の確保(原則2-4)、従業員等が不利益を被る危険を懸念することのないうような内部通報に係る体制整備(原則2-5)が定められている。

このほか、独立社外取締役の役割の一つとして、ステークホルダーの意見を適切に取締

析・助言の健全性を損なう利益相反を開示し最小化する(III)とところが注目される。

## VI コーポレートガバナンス・コードの特徴

コーポレートガバナンス・コードの各原則の内容上の特徴として、次のような点を挙げることができる。

### 1 攻めのガバナンス

これまでのコーポレートガバナンス論では、会社におけるリスクの回避や不祥事の防止という守りのガバナンスが強調されてきており、規制緩和が主流の会社法制の中で、ガバナンス関係の規制改正は、監督監視体制の規制強化の歴史を辿ってきた。

これに対し、コーポレートガバナンス・コード原案では、序文7項において、「攻めのガバナンス」を目指す旨が明らかにされている。具体的な諸原則を見ると、「上場会社の取締役会は、・・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、・・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」(基本原則4)、「取締役会は、・・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」(原則4-2前段)といった内容が含まれている。

もちろん、コーポレートガバナンス・コードが守りのガバナンスを重視しているわけではなく、第4章に含まれる諸原則では、取締役会による経営戦略・経営計画の策定(原則4-1)、取締役会による経営陣に対する実効性の高い監督と業績評価(原則4-3)、独立社外取締役の有効な活用(原則4-8)などが定められている。ただ、第4章全体の趣旨は、経営監督の質の高さと意思決定過程の合理性を担保することによって、経営判断の結果として会社に損害が生じた場合に経営陣・取締役の責任が回避され、そのことが迅速果敢な意思決定を促す、ということにある(基本原則4の考え方)。

### 2 モニタリング・モデルの志向

モニタリング・モデルの意味は論者によって異なるが、一般的には、取締役会は経営の基本方針の決定、業績評価、業務執行者の選任・解任を基本的な責務とし、取締役会メンバーの相当数は業務執行に関与しない構成と考えよう(江頭憲治郎『株式会社法(第6版)』380頁)。

コーポレートガバナンス・コードの諸原則には、「取締役会は、・・企業戦略等の大きな方向性を示す」(基本原則4)、「取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)を確立し、・・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」(原則4-1。開示につき原則3-1(1))、「取締役会は、・・経営陣に対する委任の範囲を明確に定め、

者が、取締役の選任などその会社の重要な意思決定に参加することになる（いわゆるエンブレイ・ボーディングの問題）。

『日本再興戦略』改訂2015—未来への投資・生産性革命—においても、「株主総会については、企業において株主の議決権行使や対話の機会を十分に確保するとともに、株主総会に近い時点の株主の声を反映するよう適切な基準日を設定するよう、関係団体等が本取組の円滑化に向けた方策等について、来年中に検討することを促す。」とされている。補充原則1-2⑤は、「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。」とする。この補充原則は、実質株主の総会出席を認めることにより、実質株主の意見をコーポレートガバナンスに活かすという考え方を踏まえたものである。

株主名簿上の株主でない機関投資家は、株主本人として議決権行使をすることができないうから、名義株主の代理人として議決権行使をすることが考えられる。その場合、定款において議決権行使の代理人資格を株主に限定する定めがあるとき、実質株主に代理人資格があるかどうか問題になる。この点については見解が分かれているところ、仮にこの問題をクリアできるとしても、実質株主の代理人資格の証明をどのように行いかや、名義株主自身の議決権行使（あるいは他の実質株主の議決権行使）との関係をどのように処理するかといった困難な課題が存在する。

これらの問題について、全国株主連合会が平成27年11月13日に「グローバルな機関投資家の株主総会への出席に関するガイドライン」を公表して、対処方法の指針を示しているが、いくつかの考え方を併記した部分も多く、まだ解釈が混同していない。

#### VII おわりに——コーポレートガバナンス・コードの影響

コーポレートガバナンス・コードの実施状況に関する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出期日は、上場規程によるコードの実施（平成27年5月1日）後最初に開催される定時株主総会の日から6か月であるから、6月に定時株主総会を開催した上場会社の報告書は出そろっているはずである。これら全体についての分析は今後行われたいと思われ、現時点で、平成27年8月までに提出された報告書についての分析が公表されている（森・濱田松本法律事務所編「コードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書の記載事例の分析」別冊商事法務400号など）。それによると、東証の本則市場上場会社約70社のうち、コードのすべての原則をコンプライしている会社の割合が約60%である。

コードの原則のうち、エクスプレイン（実施しない）が多かったものは、補充原則1-2③（上述）、原則4-8（上述）、補充原則4-11③④である。ちなみに、補充原則4-11③は「取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の有効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである」というもので、分析評価が間に合わないものが多いであろうと推測される（株式会社日本取引所グループ

役員に反映させることが挙げられている（原則4-7（w））。ただし、独立社外取締役がいずれかのステークホルダーの利益を代表するという趣旨ではない（原則4-7の示す独立社外取締役の4つの役割・責務のうちの最後に挙げられている）。

#### 4 株主の権利の実効性確保

コーポレートガバナンス・コードの第1章は「株主の権利・平等性の確保」であり、第5章は「株主との対話」である。5つの章のうち2つに株主に関する事項が定められているのは、OECD原則やヨーロッパのコーポレートガバナンス・コードと比べても、株主重視ないし株主主権の偏重のようには見えなくもない。

もつとも、第1章の基本原則1で述べられている、株主の権利行使の確保とそのためのもつとも、第1章の実質的平等の確保、少数株主・外国人株主の権利行使への配慮は、会社として当然のことを定めているといえるのであって、日本のコーポレートガバナンス・コードと大きくは株主重視の立場をとっているわけではない。「株主の権利・平等性の確保」が第1章にあるのは、OECD原則の構成をもとにしており、第5章に「株主との対話」があるのは、スチュワードシップ・コードとの関係に留意したためと理解できる。

基本原則1は上述のように当然の考え方を定めたものであるが、第1章の諸原則には、興味深いものが含まれている。

補充原則1-1①は、「取締役会は、株主総会において可決には至らなか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つ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」とする。これは、イギリスのコーポレートガバナンス・コードのE.2.2にある「反対投票がかなりの割合に及んだことと取締役会が考える場合、会社は、投票結果の公表時に、投票結果の背後に存在する理由を把握するためにどのような対応をとるつもりかを、説明すべき」との各則を参考にしたもののである（由布ほか解説I 52頁）。平成22年の金融商品取引法（内閣府令）の改正により、議決権行使結果の臨時報告書における開示が求められるようになったが（企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項9号の2）、それを推し進めて、原因分析と対話の要否の検討を求めるものである。株主の議決権行使結果をコーポレートガバナンスに活かすことが趣旨であるが、「相当数の反対票」の基準や分析の時期、株主との対話の要否とその方法の検討が求められることになろう。

補充原則1-2③は、「上場会社は、株主との建設的な対話の充実に、そのための正確な情報提供等の観点から、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すべきである。」と定める。この補充原則については、コーポレートガバナンス・コード原案の背景説明には、基準日から株主総会開催日までの期間が、ガバナンスの実効性を確保できる観点からできるだけ短いことが望ましいことが挙げられている。基準日と株主総会開催日の間隔が狭まると、その間に株式を手放してしまった者が株主総会で議決権を行使するという事態が生じる。つまり、その会社の株主ではなく利害関係を持たない

の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」でも、補充原則4-1③はエクस्पレインである。

原則4-8が独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとしていることが影響して、実証一部上場会社のうち、2名以上の独立社外取締役を選任するものの比率は、2014年が21.5%であったのが、2015年には48.4%に急増した(金融庁・スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議第1回会議資料4)。

このことに関して、平成26年会社法改正で創設された監査等委員会設置会社へ移行する上場会社が改正法施行初年度に200社に上った理由の一つとして、コーポレートガバナンス・コードで要請される2人以上の独立社外取締役の確保が容易になること挙げられており(株主総会白書2015年版) 商法務2085号152頁によると、監査等委員会設置会社に移行するメリットは何かという質問に対する回答には、「社外監査役を監査等委員にすることで、新たに社外役員を招へいすることなく、複数の社外取締役確保が可能になる」というものが61.6%であった)、実際に、移行前の社外監査役がそのまま社外取締役に横すべりした会社が少なからずあるようである。

コーポレートガバナンス・コードの個々の原則へのコンプライアンスに無理にこだわることは、コードの趣旨に反するものであるが、実際にはできるだけエクस्पレインを避けたいというのが上場会社の本音のようである。参考までに、イギリスのFTSE350の会社のうちコーポレートガバナンス・コードを完全遵守する上場会社の割合は61.2%ということである(神作21頁)。

参考文献(本文中に引用略語のあるもの)

- ・ 神作志行「コーポレートガバナンス・コードについて」商法務2068号4頁
- ・ 神作裕之「コーポレートガバナンス・コードの法制的検討」商法務2068号13頁
- ・ 森本滋「取締役会のあり方とコーポレートガバナンス・コード」商法務2087号4頁
- ・ 由布ほか「コーポレートガバナンス・コード原案の解説Ⅰ」商法務2062号47頁
- ・ 武井一浩「ガバナンス・コードを踏まえた取締役会の機能性と自己評価」商法務2069号4頁

※イギリス・ドイツ・フランスのコーポレートガバナンス・コードおよびOECDコーポレートガバナンス原則等(英語版・日本語訳)については、金融庁・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第1～4回資料参照  
<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/>

コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方

**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～

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

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」

平成27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㈱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㈱代表取締役社長                 |
|                  | 小口 俊朗     | ガバナンス・フォー・オナズ・ジャパン㈱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     | ㈱経営共創基盤代表取締役CEO                        |
|                  | 中村 美華     | ㈱モリフォード・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     | ㈱野村総合研究所 上席研究員                         |
|                  | 松井 忠三     | ㈱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<br>(国際機関) | マッツ イサクソン | Head, Corporate Affairs Division, OECD |
| 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、㈱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・コードについて

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、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する。

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。

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

を目的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、本コード（原案）の内容は同原則の趣旨を踏まえたものとして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た。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、これらについて、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、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。



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・エクスプライン」（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・エクスプライン」の手法も、ソフトウェアドリップ・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」的な表現により表面的な説明に終始することは「コンプライ・オア・エクスプライン」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<sup>1</sup>。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

<sup>1</sup> 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、その取扱いに關しては、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。

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、一定の規律を定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定めることにより、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開かれる中、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ず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、会社にとっても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目指すものであるが、このような会社の取組みは、ソフトウェアドリップ・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）とソフトウェアドリップ・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・エクスプライン」

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、それらの履行の様子は、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応じてべきものである。

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た、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、ソフトウェアドリップ・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、

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はすべきである。

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。

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えるものではなく、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的を明確に説明（エクस्प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स्प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。

第1章 株主の権利・平等性の確保

【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・懸念に正當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。

【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用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。

また、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1-1-1. 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**

- 1-1-1① 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。
- 1-1-1② 上場会社は、総会決議事項の一部を取締役会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を整っている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、会社法が認める選任権の中でその意思決定の一部を取締役会に委任することは、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いと考えられる。

- 1-1-1③ 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1-1-2. 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**

- 1-1-2① 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。

- 1-1-2② 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、TNet や自社のウェブサイトに電子的に公表すべきである。

- 1-1-2③ 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から、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を検討することとする。

- 1-1-2④ 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。

- 1-1-2⑤ 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、政策保有に關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. いわゆる買取防衛策】**

買取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. 社の行動原則の策定・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原則を定め、実践すべきである。取締役会は、行動原則の策定・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、行動原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、実質的に行動原則の趣旨・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。

### 【情景説明】

上記の行動原則は、倫理基準、行動規範等と呼称されることもある。

### 【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（特続可能性）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（特続可能性）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・能動的に取り組み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、社内に真なる経験・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。

第3章 適切な情報開示と透明性の確保

**【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要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。

**【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ため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・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、ひな型の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。

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>【原則3-1-1. 情報開示の充実】</b><br/>         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。</p> <p>(i) 会社の目指すところ(経営理念等)や経営戦略、経営計画</p> <p>(ii) 本コード(原案)のそれぞれの原則を踏まえ、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方や基本方針</p> <p>(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</p> <p>(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</p> <p>(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</p> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

#### 補充原則

- 3-1-1 ① 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選ばず、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。
- 3-1-2 ① 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。

|                                                                                                                        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>【原則3-2. 外部会計監査人】</b><br/>         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。</p> |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

#### 補充原則

- 3-2-1 ① 監査役会は、少なくとも下記に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

- 3-2-2 ② 取締役会及び監査役会は、少なくとも下記に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

り、本コード(原案)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。

【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(執行役員及びいわゆる執行役員を含む)・取締役に対する有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、法律に基づき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、諸外国にも類似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それぞれ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(原案)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が切れない。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(原案)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

【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継続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

4-1-① 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。

4-1-② 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。

4-1-③ 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风险を反映させ、健全な企業家精神の発現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

4-2-① 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**

4-3-① 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。

4-3-② 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ゆる「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な意見を述べるべきである。

**補充原則**

4-4-① 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さ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役割・責務を果たすことができ、上場会社はそのような責務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・会社ととりまく環境等を総合的に勘案し、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られる上場会社は、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示すべき

指節もある。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、必要に応じて、適切な検討が行われることを期待する。

**【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。

**〔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、監査や指名・報酬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。こうした機能に関しては特に独立した客観的な立場からの監査を除く独立性・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。

**【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面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。

**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の重要な観点とすると考えられる。(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幅に高まる、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、独立役員の出済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。

**〔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。

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、取締役会における筆頭・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

**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・経歴・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・意見交換を導ぶ風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・果敢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どう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、株主總會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（日本版スチュワードシップ・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對する理解を得るとともに懸念があれば適切に対応を講ずることは、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、これらはいずれも資金債権、買付債権等の債権者であり、株主と接する機会に限られている。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）の申込みに對しては、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

5-1-1 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。

5-1-2 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、建設的な対話を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對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
- 5-1-3 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。

## 事務局説明資料

平成26年8月7日（木）

### 目次

---

1. 本有識者会議の立上げ経緯
2. 「OECDコーポレート・ガバナンス原則」の概要
3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード

(参考1) 東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」  
の概要

(参考2) 「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》

# 1. 本有識者会議の立上げ経緯①

(「日本再興戦略」改訂2014)

「日本再興戦略」改訂2014 (抄)

平成26年6月24日 閣議決定

## 第一 総論

### II. 改訂戦略における鍵となる政策

#### 1. 日本の「稼ぐ力」を取り戻す

##### (1) 企業が変わる

(コーポレートガバナンスの強化)

日本企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民(家計)に均てんさせるには何が必要か。まずは、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る。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、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。

昨年の成長戦略を受けて、これまでに日本版スチュワードシップコードの策定、社外取締役を選任しない企業に説明責任を課す会社法改正、さらには公的・準公的資金の運用の在り方の検討を通じて、投資家と企業の間で持続的な収益力・資本効率向上やガバナンス強化に向けた対話を深めるための取組等が緒についたところである。こうした中で、スチュワードシップコードへの参加を表明する機関投資家や社外取締役の導入を進める企業が続々と現れているうえ、本年の年初には、収益力が高く投資家にとって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」の算出が開始されるなど、「稼ぐ力」向上に向けた気運が高まりつつある。

1

# 1. 本有識者会議の立上げ経緯②

(「日本再興戦略」改訂2014)

今後は、企業に対するコーポレートガバナンスを発揮させる環境を更に前進させ、企業の「稼ぐ力」の向上を具体的に進める段階に来た。これまでの取組を踏まえて、各企業が、社外取締役の積極的な活用を具体的に経営戦略の進化に結びつけていくとともに、長期的にどのような価値創造を行い、どのようにして「稼ぐ力」を強化してグローバル競争に打ち勝とうとしているのか、その方針を明確に指し示し、投資家との対話を積極化していく必要がある。

(中略)

こうした一連の取組を実行していくことで、企業収益の更なる拡大が実現し、雇用機会の拡大、賃金の上昇、配当の増加という様々なチャネルを通じて、脱デフレの果実が最終的に国民に還元される、真の好循環が実現することとなる。

## IV. 改訂戦略の主要施策例

### 1. 日本の「稼ぐ力」を取り戻す

#### (1) 企業が変わる

##### ① 企業統治(コーポレートガバナンス)の強化

○「コーポレートガバナンス・コード」の策定

- ・ 持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、東京証券取引所が、新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。上場企業に対して、当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合は、その理由の説明を求める。

【来年の株主総会のシーズンに間に合うよう策定】<sub>2</sub>

## 1. 本有識者会議の立上げ経緯③

(「日本再興戦略」改訂2014)

### 第二 3つのアクションプラン

#### 一. 日本産業再興プラン

##### 1. 緊急構造改革プログラム（産業の新陳代謝の促進）

###### (3) 新たに講ずべき具体的施策

これまでの取組により企業の新事業へのチャレンジや収益性・生産性の向上に向けた機運が生まれつつあり、今後は、企業のこのような姿勢を更に後押しするため、これまで以上に新たな切り口の施策を強化する。

###### i) コーポレートガバナンスの強化、リスクマネーの供給促進、インベストメント・チェーンの高度化

生産性向上により企業収益を拡大し、それを賃金上昇や再投資、株主還元等につなげるためにも、グローバル企業を中心に資本コストを意識してコーポレートガバナンスを強化し、持続的な企業価値向上につなげることが重要である。

(中略)

こうした取組による経済成長の成果を、雇用機会の拡大や賃金上昇、設備投資や配当の増加等を通じて経済全般に還元することにより、経済の好循環をさらに強固なものとするべきである。

このため、以下の施策を実施する。

3

## 1. 本有識者会議の立上げ経緯④

(「日本再興戦略」改訂2014)

### ①「コーポレートガバナンス・コード」の策定等

コーポレートガバナンスは、企業が、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である。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。

こうした観点から、上場企業のコーポレートガバナンス上の諸原則を記載した「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。コードの策定に当たっては、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等や「OECDコーポレートガバナンス原則」を踏まえ、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする。このため、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。新コードについては、東京証券取引所の上場規則により、上場企業に対して“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）を求めるものとする。

(略)

4



# 1. 本有識者会議の立上げ経緯⑤

(自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」)

自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」(抄)

平成26年5月23日 公表

## ●コーポレートガバナンス・コードの制定

本年2月、「日本再興戦略」の提案通り、機関投資家による投資対象企業への働きかけなど、受託者責任のあり方などを定めた「日本版ステewardシップ・コード」が導入され、企業経営と機関投資家の行動が、良き対話を通じて高度化することとなった。しかし、英、仏、独などの欧州国では、まず独立取締役設置など、企業統治におけるベストプラクティスの採用とその開示の統一化等に関し、「遵守せよ、さもなければ、従わない理由を説明せよ(comply or explain)」ルールの下で企業に促すための、企業統治の具体的姿を示す「コーポレートガバナンス・コード」において定められている。

わが国においても同様に、独立取締役設置、取締役など幹部の人事における指名手続き・報酬決定等の透明性確保、経営における監督機能と執行機能の分離、幹部研修のあり方など、日本の上場企業のあるべき企業統治の具体的姿を示し、それを企業がcomply or explainルールの下で尊重する、コーポレートガバナンス・コードの制定を提言する。

具体的には、まずは、多様な関係者による有識者会議が東京証券取引所と金融庁による共同事務局としてのサポートを受け、ベストプラクティスの内容やOECD原則を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方を今秋までにまとめ、それを受けて東京証券取引所が具体的コーポレートガバナンス・コードを来年の株主総会のシーズンに間に合うように制定するとともに、当該コードに対するcomply or explainルールを東証上場規則に明記するよう、東証に対し金融庁より要請する。

その際、現行の会社法上に規定のない執行役員の地位、及びその忠実義務を明確化するとともに、取締役には経験や独立性、知識といった各観点からのバランスを求め、それぞれの企業統治に係る取り組みの開示と経営陣による説明を求めることで、企業統治の実効性を高める。また、社外取締役と監査役による合議体を内部通報窓口にするなど、内部通報制度の充実やその活用に向けた制度の構築が合わせて必要である。

5

# 1. 本有識者会議の立上げ経緯⑥

(自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」)

●上記コーポレートガバナンス・コードに、例えば下記のような記載をすることが考えられる。

## ① 独立社外取締役

例えば、東証上場規則における独立社外取締役選任の努力義務を、ベストプラクティス(あるべき企業統治の具体的姿)を表すコードにおいて義務とし、義務を果たせない企業には相当でない理由の開示義務を課すことが考えられる。

(コード案)

- ・ 上場株券の発行者は、取締役である独立役員を少なくとも2名以上確保することとする。
- ・ 取締役である独立役員を少なくとも2名以上確保しない場合、当該事業年度に関する定時株主総会において、取締役である独立役員を少なくとも2名以上置くことが相当でない理由を説明しなければならない。

## ② 株主のボイス

コーポレートガバナンスは、主として株主と経営者の間の関係を律するものであるが、これまで多くの場合、いかに経営者を律するか、について語られてきた。しかし、ガバナンス強化の実効性を上げるためには、株主側が役割を果たすことを求めることも必要である。すなわち、機関投資家などの株主の自覚を高め、企業収益向上のためのボイスを出すことなどを促していくことも重要。上場企業も、自らの株主に対して、受託者責任を負っているという点で、機関投資家と本質的な違いはない。

(コード案)

- ・ 企業価値を持続的に高めて企業の成長を促すため、株主は責任ある権利行使を行うべき。具体的には、株主は、議決権などの行使にあたり、
  - 取締役が責務を果たすことを確保するため、その選任に当たり、候補者の適格性、独立性につき精査すること。
  - 企業の生産性向上のための投資と、株主への還元とを、中長期的な企業の成長を促すとの観点から、高い次元でバランスを取った決定を行うこと。
  - 上場株券の発行者は、そのために必要となる情報の十分な開示を行うこと。

6

## 1. 本有識者会議の立上げ経緯⑦ (自民党・日本経済再生本部「日本再生ビジョン」)

- ・ 特に、機関投資家は、企業の経営陣などとの積極的な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（「日本版ステュワードシップ・コード」）を受け入れ、投票方針や投票結果の開示を行うこと。

### ③ 株式持ち合い

内閣府令では、政策保有目的(純投資目的以外の目的)で議決権を有する上場株式を保有している場合は、貸借対照表計上額が資本金額の1%を超える銘柄、その株式数、貸借対照表計上額、具体的な保有目的について開示すべき旨が定められているが、これはあくまでも「開示」に止まっている。

この内閣府令の開示義務に加え、なぜかかる株式を保有しているかに関し、説明義務を加えるとともに、準則(=complyの基礎)を明確にする趣旨で、例えば以下の規定を置くことが考えられる。

(コード案)

- ・ 政策保有目的でのいわゆる株式の持ち合いは、利潤の追求、株主への利益還元、株主一般との潜在的な利益相反などの点で適切なガバナンスを確保することに支障を生じさせかねない。従って、こうした政策保有目的での株式の持ち合いは、合理的理由がない限り、極力縮小するべきである。
- ・ 政策保有目的の株式を保有している場合は、具体的な政策目的に加えて、当該保有目的の合理性（銀行が破たん懸念先に再生のための新規資金割り当てを行うことや、必要に応じ債権の株式転換を行うなど、いわゆるDIP状態にあって、企業価値を高めるため資本充実に図る必要性がある場合等）を説明しなければならない。

7

## 2. 「OECDコーポレート・ガバナンス原則」の概要 (2004年改訂)

### ○ 株主の権利

株主の権利の保護

株主の権利行使の促進

### ○ 株主の平等な取扱い

(少数株主・外国株主を含む)全ての株主の平等な取扱いの確保

株主の権利侵害に対する有効な救済

### ○ 株主以外のステークホルダーの役割

株主以外のステークホルダーの権利の尊重

会社とステークホルダーの積極的な協力関係の促進

### ○ 開示及び透明性

会社に関する重要事項<sup>※</sup>についての適時かつ正確な開示の確保

※ 財務状況、業績、株主構成、予見可能なリスク要因など

### ○ 取締役会の責任

会社の経営戦略の方向付け

経営陣の有効な監督

会社及び株主に対する説明責任

8

### 3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード① (ガバナンス規範の体系)

|                                                              | 日本   | 英国    | ドイツ          | フランス | 米国                                           |
|--------------------------------------------------------------|------|-------|--------------|------|----------------------------------------------|
| プリンシプルベースかつ<br>“Comply or Explain”型の<br>コーポレート・ガバナンス・<br>コード | —    | ○     | ○            | ○    | ルールベースのCG<br>規範で対応<br>(SOX法、SEC規則、<br>取引所規則) |
| “Comply or Explain”<br>を担保する規律                               | —(注) | 取引所規則 | 株式法<br>(会社法) | 商法   |                                              |
| 参考<br>スチュワードシップ・<br>コード                                      | ○    | ○     | —            | —    | —                                            |

(注) 2014年6月に成立した改正会社法においては、社外取締役を置いていない上場会社等に対して「社外取締役を置くことが相当でない理由を説明」することを求める“Comply or Explain”型のアプローチが採用されている。

|                                                                        |                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 上記のほか、例えば右記の国々において、プリンシプルベースかつ“Comply or Explain”型のコーポレート・ガバナンス・コードが導入 | イタリア、スペイン、オランダ、ベルギー、スウェーデン、デンマーク、フィンランド、オーストラリア、ニュージーランド、タイ、マレーシア、シンガポール、香港 等 |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|

9

### 3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード② (概観)

|          | 英国                                      | ドイツ                             | フランス                                                 | 米国   |
|----------|-----------------------------------------|---------------------------------|------------------------------------------------------|------|
| 名称       | コーポレート・<br>ガバナンス・コード                    | コーポレート・<br>ガバナンス・<br>コード(KODEX) | コーポレート・<br>ガバナンス・<br>コード                             | —    |
|          | 1998年策定<br>(2010年<br>名称変更)              | 2002年策定                         | 2008年策定                                              | —    |
| 策定<br>主体 | 財務報告評議会<br>(FRC)<br><br>※独立した<br>自主規制主体 | 法務省                             | フランス<br>民間企業協会<br>(AFEP)<br>フランス<br>企業連合会<br>(MEDEF) | —    |
|          | 母体に設置<br>された<br>検討委員会                   | ハンペル委員会                         | クロンメ委員会                                              | 作業部会 |

10

137

### 3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード③ (英国コードの制定経緯)

---

#### ○キャドバリー報告書 (1992年)

1991年、財務報告評議会 (Financial Reporting Council: FRC)、ロンドン証券取引所及び公認会計士団体が、主として企業の会計報告書及びアカウンタビリティに関する議論をするため、「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会」を設立。

エイドリアン・キャドバリー卿 (キャドバリー・シュエップス社 元会長) を座長とする委員会は、1992年に報告書を取りまとめ、**取締役会の実効性・報告機能及び外部会計監査人の役割等について勧告**。

#### ○グリーンベリー報告書 (1995年)

1995年、民営化公益企業における経営陣の高額報酬に対する関心の高まりを背景に、政府の意向を受けた英国産業連盟 (CBI) は、「取締役の報酬に関する研究グループ」を設立。

リチャード・グリーンベリー卿 (マクス・アンド・スポンサー社 会長) を座長とする委員会は、1995年に報告書を取りまとめ、**非業務執行取締役からなる報酬委員会の設立と報酬に係る情報開示等について勧告**。

11

### 3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード④ (英国コードの制定経緯)

---

#### ○ハンペル報告書 (1998年)

キャドバリー委員会が、後継委員会の設置を求めていたことを踏まえ、1995年にFRCが、ロンドン証券取引所、CBI等の支援を受け、「企業統治に関する委員会」を設置。

ロナルド・ハンペル卿 (インペリアル・ケミカル・インダストリーズ (ICI) 会長) を座長とする委員会は、1998年に報告書を取りまとめ、**取締役会、外部会計監査人、機関投資家などコーポレート・ガバナンス全般について幅広い原則を策定**。

#### ○統合規範 (1998年)

ハンペル委員会の意向を受け、ロンドン証券取引所等は、1998年、キャドバリー報告書、グリーンベリー報告書、ハンペル報告書の三報告書が示した規範及び原則を統合し、**英国のコーポレート・ガバナンスに関するベストプラクティスとして、「統合規範」※を策定**。

※ ロンドン証券取引所上場規則集に添付された。

#### ○コーポレート・ガバナンス・コード (2010年)

2009年、世界的金融危機の発生を背景として英国財務大臣の委託により作成されたウォーカー報告書を踏まえ、FRCが「統合規範」の内容を分離・再編成する形で、機関投資家による投資先企業に対する関与のあり方について「スチュワードシップ・コード」を、会社側の規律について、「コーポレートガバナンス・コード」を策定。

12

### 3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード⑤ (ドイツコードの制定経緯)

#### ○バウムス報告書（2001年）

2000年、証券取引の国際化等に対応する観点から、シュレーダー首相はコーポレート・ガバナンスや株式法（会社法）の現代化等に関する政府委員会を設置。

フランクフルト大学のバウムス教授を座長とする委員会は、2001年に報告書を取りまとめ、**コーポレート・ガバナンス・コードの制定等を勧告**。

#### ○KODEX（ドイツ・コーポレート・ガバナンス・コード）（2002年）

2001年、バウムス報告書の勧告に基づき、法務省は、上場企業が従うべきコーポレート・ガバナンス・コードを策定するために政府委員会を設置。

ゲルハルト・クロンメ氏（テュッセン&ルップ社 監査役会会長）を座長とするクロンメ委員会は、2002年に**KODEXを公表**。KODEXは、株主総会、監査役会〔Supervisory board〕及び執行役会〔Management board〕、透明性（情報開示）、年次報告書及び会計監査などに関して包括的に記載。

13

### 3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード⑥ (フランスコードの制定経緯)

#### ○ヴィエノ報告書（第1次：1995年、第2次：1999年）

##### （1）第1次ヴィエノ報告書

1995年、マーク・ヴィエノ氏（ソシエ・ジ・エネル銀行 会長）を座長とし、企業トップで構成された委員会は、いわゆるヴィエノ報告書を公表し、主として、**取締役会の機能及び運営等に関して勧告**。

##### （2）第2次ヴィエノ報告書

1999年、3年後の見直しを求めていた第1次ヴィエノ報告書を受けて第2次ヴィエノ報告書が取りまとめられ、**新たな勧告を追加**※。

※ 取締役会議長と業務執行者の分離、役員報酬の開示、取締役会等に関して勧告。

#### ○ブトン報告書（2002年）

2002年、ダニエル・ブトン氏（ソシエ・ジ・エネル銀行 頭取）を座長とする委員会が新たな報告書を作成・公表。**取締役会に関するヴィエノ報告書の勧告を厳格化するとともに、新たに、会計監査人の独立性、財務情報等に関して勧告**。

#### ○AFEP-MEDEFコード（2008年）

2008年、ヴィエノ報告書及びブトン報告書の作成に関与してきたフランス民間企業協会（AFEP）とフランス企業連合会（MEDEF）が、**三報告書の勧告を統合してコードを作成**。

14

### 3. 各国のコーポレート・ガバナンス・コード⑦ (OECD原則と各国コードの比較)

|          | OECD                                                                                                                                 | 英国                                                         | ドイツ                                                                                                                            | フランス                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | (参考)<br>東証「上場会社<br>コーポレート・ガバナンス<br>原則」                                                        |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 主要<br>項目 | ・ 序文                                                                                                                                 | ・ 序文                                                       | 1. 序文                                                                                                                          | ・ 序文                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | ・ 序文                                                                                          |
|          | I. 有効なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保<br>II. 株主の権利及び主要な持分機能<br>III. 株主の平等な取扱い<br>IV. コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーの役割<br>V. 開示及び透明性<br>VI. 取締役会の責任 | A. リーダーシップ<br>B. 取締役会の有効性<br>C. 説明責任<br>D. 報酬<br>E. 株主との関係 | 2. 株主及び株主総会<br>3. マネジメント・ボードとスーパーバイザリー・ボードの協力 [cooperation]<br>4. マネジメント・ボード<br>5. スーパーバイザリー・ボード<br>6. 透明性<br>7. 年次財務諸表の提出及び監査 | 1. 取締役会:合議体<br>2. 取締役会と市場<br>3. 取締役会議長と最高経営責任者の職務の分離<br>4. 取締役会と戦略<br>5. 取締役会と株主総会<br>6. 取締役会のメンバーシップ: 指針<br>7. 従業員の代表<br>8. 少数株主<br>9. 独立取締役<br>10. 取締役会の評価<br>11. 取締役会の会議と委員会の会議<br>12. 取締役による情報へのアクセス<br>13. 取締役の研修 [training]<br>14. 取締役の任期<br>15. 取締役会の委員会<br>16. 監査委員会<br>17. 任命または指名を担当する委員会<br>18. 報酬を担当する委員会<br>19. 業務執行取締役と非業務執行取締役の取締役職数<br>20. 取締役の倫理 [ethical rules]<br>21. 取締役の報酬<br>22. 業務執行取締役へ任命する場合の雇用契約の終了<br>23. 業務執行取締役の報酬<br>24. 業務執行取締役の報酬と株式オプション・パフォーマンスシェアの付与方針に関する情報<br>25. 本勧告の履行 | 1. 株主の権利<br>2. 株主の平等性<br>3. コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーとの関係<br>4. 情報開示と透明性<br>5. 取締役会・監査役(会)等の役割 |

15

### (参考1) 東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」の概要 (2009年12月22日改訂版)

#### 第1章 株主の権利

株主の基本的な権利の尊重  
既存株主の権利の侵害への配慮

#### 第2章 株主の平等性

会社関係者による利益相反取引の防止体制の整備  
利益相反のおそれのある取引を行った場合の情報開示の充実  
特定の株主に対する特別な利益提供の禁止

#### 第3章 コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーとの関係

ステークホルダーの立場を尊重する企業風土の醸成、社内体制の整備  
ステークホルダーへの適時適切な情報提供のための社内体制の整備

#### 第4章 情報開示と透明性

経営実態をよりの確に把握するための定性的な情報開示の充実  
株主が公平かつ容易に情報にアクセスできる機会の確保  
情報開示の適正性・迅速性を確保するための社内体制の整備

#### 第5章 取締役会・監査役(会)等の役割

取締役会・監査役(会)等による経営のモニタリング  
会社の価値の最大化に向けた経営者の動機づけ  
取締役相互の監視体制の整備

16

## (参考2)「責任ある機関投資家」の諸原則&lt;&lt;日本版ステュワードシップ・コード&gt;&gt;

## 経緯

- 「日本再興戦略」(平成25年6月)を受け、金融庁の「有識者検討会」が検討を進め、国内外からのパブリックコメントも踏まえ、本年2月、「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>>を策定・公表。

## 枠組み

- 機関投資家が、各自の置かれた状況に応じて、対応できるような枠組みを設定(この点は英国コードと同じ)。
  - ー 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。  
ただし、金融庁で**コードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」を公表(3ヶ月毎に更新)する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。**

[受入れ表明の状況]

    - ・ 本年6月10日、本年5月末までにコードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」(第1回)を公表。  
計127にのぼる数多くの機関投資家が受入れを表明。
  - ー 機関投資家が取るべき行動について、**詳細に規定するのではなく、「基本的な原則」を提示**(“principles-based” approach)。
  - ー 法令のように**一律に義務を課するのではなく**、機関投資家に対して、個別の原則ごとに、「**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**」を求める手法(“comply or explain” approach)を採用。

## 概要

機関投資家は、

1. 「**基本方針**」を策定し、これを公表すべき。
2. 「**利益相反**」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業の状況を的確に**把握**すべき。
4. 建設的な対話を通じて投資先企業と**認識を共有**し、**問題の改善**に努めるべき。
5. 「**議決権行使**」の**方針と行使結果を公表**すべき(議案の主な種類ごとに整理・集計して公表)。
6. 顧客・受益者に対して**定期的に報告**を行うべき。
7. **投資先企業に関する深い理解**に基づき、適切な対話と判断を行うべき。

## &lt;&lt;「日本版コード」の主な特色&gt;&gt;

- 日本の実情に応じたバランスの取れたコードとなるよう、
  - ・ **中長期的視点から企業価値及び資本効率を高め、「企業の持続的成長」を促すことが重要である旨を強調。**
  - ・ 機関投資家と企業間の「**建設的な対話**」を重視。

17

## 「3. 外国コード」に関する参考文献

- 『企業統治の国際比較』(文真堂)2000年 菊池敏夫・平田光弘 編著
- 『英国のコーポレートガバナンス』(白桃書房)2000年 八田進二、橋本尚 共訳
- 『コーポレート・ガバナンスとアカウンタビリティ論』(商事法務)2008年 関孝哉 著
- 『ドイツのコーポレート・ガバナンス』(中央経済社)2013年 海道 ノブチカ著

18

141





日本取引所グループ金融商品取引法研究会

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2月26日（金）15:00～17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

|    |    |                     |
|----|----|---------------------|
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授         |
| 伊藤 | 靖史 | 同志社大学法学部教授          |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授      |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授          |
| 岸田 | 雅雄 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 北村 | 雅史 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授   |
| 黒沼 | 悦郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授     |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授（特別会員）      |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部准教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授      |
| 松井 | 秀征 | 立教大学法学部教授           |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授      |

【報 告】

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）

東京証券取引所上場部課長  
渡 邊 浩 司

目 次

- |                                      |                                 |
|--------------------------------------|---------------------------------|
| I. コーポレート・ガバナンス報告書の開示状況              | ごとの“実施”・“説明”状況                  |
| II. コーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”状況      | 4. “説明”している会社が多い原則              |
| 1. 会社別に見たコーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”状況 | 5. “説明”の内容                      |
| 2. 時価総額別 JPX 日経 400 構成銘柄の状況          | 6. “説明”の例                       |
| 3. コーポレートガバナンス・コードの原則                | 7. “説明”率が高い原則についての“説明”の分類       |
|                                      | III. コーポレートガバナンス・コードの原則に基づく開示状況 |
|                                      | 討論                              |

○前田 定刻になりましたので、2月の金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、コーポレートガバナンス・コードについての検討の第2回目として、東京証券取引所上場部の渡邊浩司課長よりご報告をいただくことになっています。

それでは、よろしく申し上げます。

○渡邊 東京証券取引所（以下「東証」という）の渡邊と申します。よろしくお願いいたします。

本日、お手元には資料を3点お配りしております。1つ目はパワーポイントの「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」という資料です。これは上場会社によって開示されたコーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレインの状況、及びコードで求められている事項の開示状況をまとめたものでございます。残りの2つは、今、当社と金融庁で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

フォローアップ会議を行っておりまして、これまで6回開催している中で出された意見を取りまとめて公表した意見書でございます。2つ目については、つい最近、2月18日に公表したものでございまして、こちらは持続的成長と企業価値の向上に向けた取締役会のあり方というテーマでまとめております。こちらは本日のご報告の内容には含まれませんが、参考として付けさせていただいているものでございます。

まずは、パワーポイントの資料で対応状況をご紹介します。

I. コーポレート・ガバナンス報告書の開示状況  
ご案内のとおり、コーポレートガバナンス・コードは2015年6月1日から適用を開始しています。その後、6月総会の会社から、株主総会が終わった後、速やかに対応状況を開示いただくということになっています。ただし、初年度は提出が6か月間猶予されましたので、6月総会の会社は

12月末までにご提出いただくことになっていました。2015年12月末までに合計2,485社の上場会社がコーポレート・ガバナンス報告書を開示しています。

市場区別の開示状況としては、市場第一部が1,476社、市場第二部が382社、マザーズが105社、JASDAQが522社であり、合計2,485社ということです。

コーポレートガバナンス・コードの適用につきましては、市場区分ごとに異なる取扱いをさせていただいております。市場第一部と市場第二部の上場会社につきましては、73個ある原則の全てについてコンプライ・オア・エクスプレインが適用され、実施するか、あるいは説明をするかという選択をさせていただいております。その他の新興市場のマザーズやJASDAQの上場会社におかれては、一番基本的な理念が書いてある基本原則の5つだけについてコンプライ・オア・エクスプレインを求めています。

本日は、このうち市場第一部と市場第二部のコーポレート・ガバナンス報告書を出した合計1,858社の開示状況について、コーポレートガバナンス・コードの実施・説明、コンプライ・オア・エクスプレインの状況と、コードの原則に基づく開示状況をご紹介します。

## II. コーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”状況

### 1. 会社別に見たコーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”状況

4ページは、会社別に見たコーポレートガバナンス・コードの“実施”・“説明”の状況でございます。

12月末までにコーポレート・ガバナンス報告書を提出した1,858社のうち、コーポレートガバナンス・コードの全73原則について、うちの会社はコンプライしていますというふうに宣言をした会社が全体の11.6%いらっしゃるという結果になっています。1個以上の原則について、これは実施しないで説明をしていますという会社は88.4%ご

ざいました。ただ、1個以上の原則について説明をしている会社の詳細を見てみますと、全体の66%の会社は90%以上の原則についてはコンプライしている。つまり、73個のうち65個ぐらいの原則についてはコンプライしているという会社が全体の66%ほどあったということでございます。市場第一部と市場第二部の合計の11.6%と66.4%を合わせますと、全体の78%、約8割の会社が90%以上の原則をコンプライしていると言える状況であり、比較的コンプライの比率が高いと見ることもできるのかと思っております。

1,858社について平均してみますと、説明をしている原則は、1社当たり平均4.8個の計算となります。

市場第一部と市場第二部に分けた統計でござりますと、お分かりのとおり、市場第一部の会社のほうがより多くの原則をコンプライしているという状況になっています。市場第二部の会社では、73個全部コンプライしていると言っている会社は7社しかない。しかない、と言うべきかどうかわかりませんが、7社となっているということでございます。

### 2. 時価総額別JPX日経400構成銘柄の状況

5ページは、会社の時価総額の大きい順に同じ帯グラフをつくったものでございます。こちらをござりますと、おおむね時価総額が大きい会社のほうがコンプライしている原則が多いという傾向になっています。その下のグラフは、JPX日経インデックス400（以下「JPX日経400」という）という我々の株価指数の構成銘柄とそれ以外の銘柄について比較したものでございまして、こちらもJPX日経400の構成銘柄のほうがコーポレートガバナンス・コードをコンプライする傾向にあります。

### 3. コーポレートガバナンス・コードの原則ごとの“実施”・“説明”状況

6ページは、コードの原則ごとに見たときの実施・説明の状況を記載しています。それぞれの原

則についてコンプライしている会社は何社あるのか、エクスプレインしている会社は何社あるのかという視点で見ているものでございます。

73 個の原則のうち、1,858 社全社がコンプライしていると宣言をした原則は、全体の中で6 個ございました。1 社以上の会社がエクスプレインした原則は残りの 67 原則ということになりますが、90%以上の会社がコンプライしたものが 52 個、90%未満が 15 個ということになっています。

コーポレートガバナンス・コードは3 層構造だとよく言わせていただくのですが、一番基本的なことを書いた「基本原則」、それを少しブレイクダウンした「原則」、それをさらにブレイクダウンした「補充原則」という3 つの構造でできているのですが、基本原則から原則、原則から補充原則と原則の内容が具体性を増すに従って、エクスプレインしている会社が多いという傾向になっています。

#### 4. “説明”している会社が多い原則

7 ページでは、これらの原則の中で説明している会社が多い原則は具体的にどういうものだったのかというのをご紹介しています。

一番説明している会社が多かったのは、補充原則 4-11③でございまして、取締役会の実効性評価についての原則でございます。これについては63%の会社が説明のほうを選択したということです。次に多かったのが、議決権の電子行使のための環境整備と招集通知の英訳に関する補充原則 1-2④で、こちらについては説明している会社が全体の 55%ほどになっています。次に多かったのが独立社外取締役の2 名以上の選任で、こちらは説明している会社が4 割程度でございます。

取締役会の実効性評価は、エクスプレインしている会社が多かったということですが、これは当然のことかなと考えています。それは、取締役会の実効性評価は日本でこれまであまり行われてこなかった実務ですので、多くの会社にとってはこれまでしたことがないということで、今どのようにするかを考えておられるという状態にあるのか

など思っております。

取締役会の実効性評価については、英国で導入されたのは 2002 年のようですけれども、英国は 2002 年から長い時間をかけて色々な試行錯誤を経て定着してきたようですので、日本でもある程度時間をかけて定着していくことになるのかと予想しております。

#### 5. “説明”の内容

次は、上場会社の説明、エクスプレインの内容を読みまして、これはどういうタイプのものかというのを分類して整理したものでございます。説明の内容は、大きく3 つに分類しています。1 つ目のパターンは、コーポレートガバナンス・コードに書かれている原則について、今はコンプライしていないが、今後コンプライする予定ですよと説明してございまして、これが全体の 30%程度となっています。円グラフの①がこのタイプでございまして、内訳を書いています。今後実施予定という中で、例えば来年度に行いますとか今年度から実施しますというふうに時期を明示しているものと、時期の明示がないものという2 つのパターンがこの中で見られます。

円グラフの②は、実施するかどうか検討中で、まだコンプライするという方針は特に決まっていない、コンプライするかエクスプレインするかも含めて今検討中ですよという説明でございまして、これが全体の 45%程度となっています。コードは 2015 年6 月から適用されたばかりですので、今、対応を考えていますということ正直に説明されているのが、この説明の類型なのではないかと思えます。

3 つ目が、うちの会社はこのコーポレートガバナンス・コードの原則については実施する予定はありませんというふうに言っている説明で、これが全体の“説明”の中の 25%程度ございました。この3 つ目の類型についてもやや細かく2 つに分類してございまして、1 つは、自社の個別事情、うちの会社の場合はこういう事情があるのでこの原則はやりませんというふうに言っているものと、も

う一つは、代替手段、うちの会社の場合は、コードに書いてあるものとは別の手段でコードの目的を達成しているの、コードに書いてあることはやりませんというふうに言っているもの、大きく分けるとこの2つに分類できます。

## 6. “説明”の例

具体的にどのようなことを上場会社書いているのかというのをいくつかピックアップしてご紹介しているのが9、10ページです。

### ①今後、“実施”予定とする例

例1は、取締役会の実効性評価について、2015年度から実施することにして、結果の概要は2016年度に開示しますという説明をしているものです。これはコードについては将来的にやりますというふうに言っているものです。例2で示しているように、実施時期を明示しない例もございます。

### ②“実施”するかどうか検討中とする例

その他には、実施するかどうか検討中とする例がありまして、このパターンで一番典型的なものは、例3のような至極簡単なエクспレインで、こういうものが多いように思います。例えばこれは招集通知の英訳についての原則ですけれども、引き続き検討していきますということで、コンプライしていくつもりなのか、エクспレインを続けていくつもりなのかというのはこの開示からだけでは判断がつかない、そういうものが多くなっています。

例4でご紹介していますのは、やや複雑というか、興味深い説明でございます。そもそも原則にどのようなことが書いてあるかというところからご紹介しないと理解が難しいのですけれども、原則4-8は、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役の選任が自社に必要だと考える会社におかれては、そのための取組み方針を開示してくださいという原則でございます。この例4の会社は、そもそも取締役会は、合計6名いらっしゃるうちの3名が既に独立社外取締役だということで、独

立社外取締役の構成比率は50%で、実態としては3分の1を既に超えているということでございます。ただ、この会社の場合は、3分の1以上の独立社外取締役の選任が必要というふうに思って今の状態をつくっているのかと言われると、まだ結論が出ていない、たまたま実態として2分の1以上いらっしゃるということです。それを必要と思っているかということについては、特に考えたことがないというか、結論を持っていないということですので、それがそもそも必要と考えるのかということについては、さらに検討を進めていきますというふうにおっしゃっている例でございます。一般的な会社ですと、こういう場合は単純にコンプライしていると書いてしまうようなことが多いように思いますが、この会社は、そもそも必要かどうかは改めて考えるという説明をしている例でございます。こういった例はきわめて特殊な例だと思います。

### ③“実施”予定なしとする例

補充原則4-1-2は、中期経営計画について目標未達の場合に、その原因や自社対応について株主に説明を行ってくださいという原則です。例5の会社は、中期経営計画は公表していないということですので、未達の場合も株主に対して説明を行うわけでは当然ないわけですけれども、株主と対話するかわりに、経営会議や取締役会できちんと監督・監視を受けており、そうした方法で、中期経営計画の達成に向けて真摯に取り組むというこの原則の目標を達成しようとしている説明だというふうに理解しております。

その次に挙げていますのは、自社の個別事情を理由とする例でございます。例6は、招集通知の英訳などの補充原則1-2-4でございますけれども、招集通知を英訳したものを使うユーザーは外国の投資家であるが、自社の株主構成を考えたときに、外国人投資家の比率が非常に低いので、現時点においては電子行使の採用や英文による招集通知の作成はやっていませんというような説明をしている例でございます。

例7は、興味深い例でございます。そもそも、補充原則4-8-1は、独立社外取締役が例えば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といった方法などで、独立社外取締役間の情報交換や認識共有を図るべきだとする原則です。こちらにつきまして、まず自社の取締役会の構成として既に4名の社外取締役を選んでいて、発言しやすい環境にあるということですか、あと、ここから先がこの会社の特徴的なところですけれども、コーポレートガバナンス・コードの原則の中で例示されているいわゆるエグゼクティブ・セッション、独立社外者のみを構成員とする会合についての自社の考え方、そのまま言いますと、独立社外取締役のみを構成員とする会合を設置してしまうと、ある種、その会合の共通認識のようなものができてしまって、独立社外者の方々がそれぞれ本当に思っていることが逆に言いにくくなってしまわないか、かえって独立社外者の方の独立性を弱める可能性があるのではないか、という考え方を率直に説明しているものでございます。ある意味では、コーポレートガバナンス・コードに書いてあることはおかしいのではないかというふうに書いてあるという説明です。

さらに面白いのは、機関投資家の方などにお伺いしていると、この例7のような説明は非常に評価が高くなっているということです。投資家の方にお伺いすると、内容の当否ということではなくて、この説明は、経営者の考え方が非常によくあらわれている説明と思われるため、評価が高いということのようでございます。コードに真っ向から、コードに書いてあることはおかしいのではないかといったことを言う説明をつくって、それをCEOなどに上げていくというのは、多分事務局の人ではできない。恐らく経営者の方の本当に率直な考え方が書かれているので、それは非常に興味深い、むしろこういう会社とは会って話をしてみたいかなというふうな話をしております。

## 7. “説明”率が高い原則についての“説明”の分類

11ページは参考資料としてお付けしたものです。8ページでは説明の内容について全体の分布を紹介しました。ただ、金太郎飴のような感じでの原則についても同じような分布かというところではございませんで、それぞれの原則の特徴によって各社の説明の内容の分布が実は少しずつ違うということをご紹介したくて、こちらを載せております。説明している会社が多かった原則について、説明の内容がどういう分布になっているのかというのを示しております。

説明している会社が一番多かったのは取締役会の実効性評価についてですが、全体と比較して、検討中という②の類型ですとか、①の今後実施予定という類型が非常に多くなってしまっていて、うちはやりませんというふうに実施予定なしと言っている会社は非常に少ないという結果になっています。実効性評価は日本では新しい取り組みですので、どうすればいいかというのを今まさに検討している会社が多いというのは、このエクस्पラインの分類をしてみると何となく見てとれるかなと考えています。

一方、次にエクस्पラインの多かった議決権の電子行使の環境整備と招集通知の英訳については、今後実施予定とする会社は非常に少なく、検討中も少なく、一番多いのは、自社の個別事情を挙げて、うちの会社はやりませんと言っているものです。個別事情として挙げていらっしゃるの、自社の株主構成を見たときに海外の投資家は非常に少ないので、うちの会社では招集通知の英訳などはしませんというふうに説明をしている会社が多くなっています。

独立社外取締役の複数名選任については、比較的全体の分布と似たような感じですが。

業績連動報酬や現金報酬と自社株報酬との割合については、検討中の会社が多いたという結果になっています。業績連動の報酬は導入されている会社が多いようではございますけれども、自社株報酬などを使っている場合と単純にボーナスなどで業績連動しているものがあるようではございまして、自社株報酬については今考え中ですというふうにお

っしゃっている会社が多いような印象を持っています。

補充原則4-10①の指名・報酬等への独立社外取締役の関与については、うちの会社は今後も実施予定はありませんというふうに説明している会社が多いところがございます。

原則3-1の情報開示の充実は、今後実施予定という会社が多くなっています。これはちょっと補足の説明が必要でございまして、原則3-1は、情報開示の充実に関して5つの項目を挙げて、これらの項目について情報開示を充実してくださいと定めています。この5つの項目は、経営戦略、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方、経営陣幹部の報酬を決定するに当たっての方針、指名を行うに当たっての方針、最後に、経営陣幹部や取締役の方の個々の選任・指名についての説明ということでございます。この中で情報開示の充実について一番説明が多いのは、5個の項目の中の1つに集中をしております、それは個々の選任取締役候補の方や監査役候補の方、経営陣幹部の方の個々の選任・指名についての説明です。ここについて今はやっていないけれども今後やっていきますというような説明が多くなっております。

これまで社外取締役や社外監査役の方については、個々人についてどういう理由でこの方を選んでいきますという説明をされているようですけれども、社内から昇進される方については、なぜこの人を役員にするのかというところについてはあまり具体的な説明がされてこなかったことから、このコードの策定を受けて今後きちんとやっていきたいと思っておりますというふうにおっしゃっている会社が多いということがございます。ここは非常にエクспレインが多いのですけれども、別に経営戦略を出していないからエクспレインする会社は少なく、個々の選任・指名についての説明が一番多くなっているということがございます。

その次の補充原則3-1②の英語での情報開示は、招集通知の英訳と同じでございまして、自社の株主構成などを踏まえて、うちの会社の場合は

英訳不要ですというような説明をしている会社が多くなっています。

こういった形で、全体の分布としては、3分の1ぐらいが実施予定、4分の1が実施予定なし、半分ぐらいが検討中という感じですがけれども、個々の原則のエクспレインを見てみますと、色々なばらつきがあるという状況になっています。それはそれぞれの原則の内容と各社の個別の状況を踏まえて、各社で色々と考えてエクспレインの仕方を変えていらっしゃるということではないかと理解しております。

### III. コーポレートガバナンス・コードの原則に基づく開示状況

コーポレートガバナンス・コードの73個の原則の中で、方針や何らかの基準といったものを開示すべきであるとしている原則を抜粋したものです。項目の原則番号の下に☆印をつけているものがございますけれども、こちらの原則につきましては、その開示の状況をフォローアップ会議でご紹介しておりますので、本日もそれらについて原則の順番にご紹介させていただきます。

#### 原則1-4 いわゆる政策保有株式

原則1-4については、二つの事項につき開示をお願いしています。一つは、政策保有株式に関する方針、もう一つは、政策保有株式に係る議決権の行使についての基準でございます。

#### <政策保有に関する方針>

##### ①保有していない旨を宣言するもの

数は少ないのですが、うちはそもそも保有していませんというようなことを宣言している会社が幾つかございました(例8、例9)。

##### ②原則不保有または解消の方向性を打ち出すもの

現時点では持つてはいるけれども、原則として不保有と考えていますとか、あるいは今後解消していきたいとか、そういった方向性を打ち出す例でございます。こちらでは特に社名は出しており

ませんが、例 10 から例 13 までは全て銀行で、そのうち 10、11、12 はメガバンクでございます。銀行をはじめとする金融機関がこういった開示をされているような印象となっております。

### ③方向性は示さないものの、経済合理性を基準として選別するもの

一方で事業会社はどのような開示をされているかという点、削減の方向性といったものは特に示しておられないのですが、投資採算や取引関係の維持・強化に資するかどうかといった経済合理性を基準として選別しますというような方針を示されている会社が多くなっております(例 14、15、16)。

#### <議決権行使基準>

こちらは、あまり具体的な内容を書かれている会社はいらっしゃいませんでした。投資先の企業価値向上を判断基準としますというような説明をされている会社(例 17、18)、あとは、それに加えて、投資先企業の方針にも配慮しますというふうにおっしゃっている会社があるぐらいで(例 19)、取り立てて特徴があるという点、興味深い開示例というのは見られておりません。

#### 原則 3-1 (iv) 取締役の選任に関する方針等 補充原則 4-11① 取締役会のバランス等に関する考え方

##### 1. 選任・指名の方針

まず、選任・指名の方針ですが、例 20 のような開示が一番典型的な例であったと認識しています。大体どこでも人格・見識に優れているというのは書いてありまして、それに加えて、社内の方ですと、会社経営とか会社業務に精通しているといったことを書かれている会社が多くなっていました。それに加えて、社外取締役の方については、独立した立場からの監視・監督機能に触れられていたり、あるいは助言に着目した記述も見られたりしています。監査役候補者につきましても、そういったものに加えて、法律・財務・会

計といった分野についての知見や経験を有する人というような説明を開示している会社が多くなっていました。

少し工夫をしていると申しますか、興味深い開示例が次の例 21 です。この会社は、色々な分野をグローバルに展開しているということで、こういった事業活動について適切かつ機動的な意思決定と執行の監督を行うことができるような人を選んでいますといった説明をしています。自社の事業の特性を踏まえて取締役会の候補を選んでいますというような説明をしている例でございます。

#### <知識・経験・能力のバランス>

例 22 は、指名委員会等設置会社の例ですが、取締役会の監督機能や意思決定機能の実効性を確保するという点で、経験や専門知識等の多様性、あと社外取締役とそれ以外の取締役の構成比等を考えていますというような説明をしているものでございます。また、その継続性というものに着目して、候補者が全て新任の方にならないように配慮していますというような説明をされています。あとは、取締役に就任してからの年数や年齢も考慮しますとおっしゃってまして、この会社では、原則として 75 歳に達した人は候補者としていないというふうな開示をしているところでございます。

例 23 でご紹介しておりますのは、監査役会設置会社ですが、こちらと同じように、多様な方がさまざまな観点から意見を出し合うことが重要なので、それに見合った取締役や監査役を選んでいますということでございます。

少し違った形で説明しているのが例 24 でございます。こちらは、今やっている事業というものもあるのですが、今後成長を目指す分野はこういう分野ですということをおっしゃってまして、グローバル領域とか IT 分野とかで成長していきたいので、その分野で高い見識や専門知識を持つ方を社外取締役として選んでおりますというような開示をしている例でございます。今の事業だけではなくて、今後こういう分野に成長してい



きたいので、その分野の人を選んでいきますという説明をしているわけでございます。

#### <多様性>

次の例 25 からご紹介していますのは、ダイバーシティ（多様性）についてでございます。例 25 の会社は化粧品メーカーでございます、そういうこともあってだと思いますが、あえて女性の取締役や監査役の選任が必要というふうに考えて選ばれている例でございます。

一方、そういった形ではなくて、例 26 の会社のように、特に女性枠や外国人枠等の枠を設定する方針はございませんというような説明の開示をしている会社もございました。また、例 27 の会社のように、国籍とか人種とか性別などに関係なく、取締役に最適と思われる人材を選んでいるといった開示をされている例もございます。

#### <非業務執行性・独立性>

あと、取締役会のバランスに関しては、非業務執行性や独立性に関するバランスについて方針を書いている会社もありました。例 28 のように、非業務執行の取締役が過半数を占めるようにしていますという会社ですとか、例 29 の会社のように、3分の1以上を独立社外取締役として、過半数を執行役を兼務しない、つまり非業務執行の取締役とするということでございます。例 29-2 は、もう少し具体的に人数まで書いているものもございます、代表取締役と社内の業務執行の取締役の方が3名から5名、独立社外取締役が複数名、これぐらいが適正であると考えていますという説明をしているものもございます。

#### <適正規模>

規模については、ほとんどの会社は、例 30 のように、具体的な数字は特に示さずに、適正な規模を確保していきますということを書かれていたように思います。中には、例 31 のように具体的な人数を示しているものもあったということもございます。

## 2. 選任・指名の手續

これは当たり前と言えば当たり前ですが、機関設計ごとにそれぞれの手続を書いているような例、それぞれ法律で求められているような手続を書いている例が多かったように思います。「代表取締役が人選し」というのは少し違うかもしれませんが、監査役会設置会社（例 32）ですと、取締役会の承認を経て付議してというようなことが書いてあったりとか、監査等委員会設置会社（例 33）では、事前に独立社外取締役に意見を聞きますというようなことが書いてあったりとか、指名委員会等設置会社（例 34）だと、委員会でこういうことを決めているといった話をつらつらと書いてある。そのような手続について書いてあるものが多くありました。

その手續の関係の中で、こういう工夫があるのだとちょっと思いましたのは、例 35 でございます、こちらは監査役会設置会社ですが、任意の諮問機関として指名諮問委員会を設けているという会社でございます。こういう任意の諮問機関というふうにした場合には、その任意の諮問機関が出した答申めいたものに従う必要は法的にはないと思いますけれども、それに何らかの実効性というか拘束力をつけるために、指名諮問委員会は、取締役会が諮問委員会の答申と異なる役員人事の決定をした場合には、その理由の説明を取締役に求めることができるということで、これがどれぐらいの拘束力になるのかはよくわかりませんが、そういった工夫をされている例もございました。ある意味では、コンプライ・オア・エクスプレインのようなことをやっているということで、興味深いと思った例でございます。

#### <経営陣幹部の選抜プロセス>

取締役の選任に関する方針という中で、サクセッション・プランに近いのかもしれませんが、経営陣幹部の選抜プロセスに触れている会社もございました。例 36 では、社長の候補者はあらゆる可能性を排除せずに社内外から選抜するけれども、

その選抜の段階から社外の方を委員長とする諮問委員会や特別部会で審議を受けていますというプロセスを書かれていました。例 37 でも、新任執行役の選定プロセスでは、研修を経た候補者に対して書類や面接で1次審査をして、さらにアセスメントを実施して、その結果を踏まえて社内の評価会議で執行役候補者群を決定し、その上で指名委員会が次期の執行体制案や各執行役の担当職務案の報告を受けて、プロセスの妥当性を含めて監督しているというようなことを開示している例がございました。

あと、例 38 の会社では、経営陣幹部への将来の登用といったものを視野に入れて、取締役候補者をあらかじめ計画的に育成することが重要だというような認識を示されて、その業務執行の基幹ポストについては、中長期的な人事計画を定期的につくって、それを取締役会が承認しているというようなことを書かれています。

#### 補充原則 4-1 ① 経営陣に対する委任の範囲

##### 1. 委任の範囲

取締役会が何を決定して経営陣に何を委ねのかということについて、経営陣に対する委任の範囲を定めて概要を開示してくださいというものでございます。

ここはそれほどおもしろいものがあつたわけではないのですが、委任の範囲については、例 39 のように、例えば投融资案件について金額基準を設けていますというような総合商社の例や、あと大体の会社は、例 40 のように、法令上、取締役会で専決事項とされている事項は取締役会で決めて、それ以外は経営陣に委任していますというような、当然と言えば当然のような開示をしている会社が多かったように思います。

##### 2. 取締役会の役割

それにややひねりを加えて、自社の取締役会の位置付けや役割について説明している例が幾つかございました。例 41 の会社の場合は、取締役会は独立した立場から大局的に判断して、新しい価値

の創造を起こす役割を担う。客観的で長期的な展望で、重要な経営方針や戦略の策定・決定、業務遂行の監督を行う、これが取締役会の役割だというようなことを言っていて、取締役会は目標達成プロセスをマネジメントするというような取締役会の位置付けをここで説明している会社もございました。

例 42 も同じような例でありまして、基本的には取締役会は経営の監督機能に専念して、業務執行の意思決定は執行役に大幅に委任していますというような開示をしている会社もございました。

#### 補充原則 4-11 ③ 取締役会の実効性評価

##### 1. 分析・評価の方法

例 43 の会社は、比較的フルコースと申しますか、色々な会社で書いてあることを全部実施しているようなところがありましたので、ピックアップしています。この会社では、アンケートを採って、その上で個別の取締役の方にインタビューを行い、その評価の結果に基づいて、議長を中心にして外部専門家を交えて分析する。その分析を踏まえて、取締役会をどうしていくか、機能向上策なども含めて取締役会で審議して確認する、そういうプロセスで評価しているというものでございます。

この会社はフルコースでやっているのですが、多くの会社は、そのうちの、例えばアンケートを採った上で取締役会で評価しているとか、アンケートはしないけれども、インタビューをして取締役会で評価するとか、このうちの幾つかをピックアップしてやっているというような方法が多かったように思います。

##### 2. 分析・評価の主体

###### <取締役会>

分析・評価を誰が実施しているのかということですが、これはほとんどの会社が取締役会で実施していますということを開示されています(例 44)。

###### <代表取締役等>

例 45 は、少し興味深い例としてあえて取り上げ

たものですが、代表取締役と経理担当と人事総務担当の取締役が各取締役を評価する。取締役会はこの各取締役のパフォーマンス評価結果を参考にしつつ取締役会の実効性を評価していますというような例でございます。この文面を見る限り、何か人事評価のような感じになっていて、誤解かもしれませんが、取締役会評価と人事評価がやや混同されてしまっているのではないかと思います。実際、フォローアップ会議でご紹介させていただいた際にも、委員の方から、この会社はもしかしたらちょっと誤解されているかもしれないというご指摘をいただいたものでございます。まだ初年度ということもあって、こういうやや混乱しているようなところも見られているということでございます。

#### <指名委員会>

例 46 は、取締役会ではなくて、指名委員会が評価を行っているという例でございます。

#### <社外取締役会議>

あと、例 47 のように、自己評価をベースにしているということですが、社外の方だけが出ている社外取締役会議で分析・評価を行いましたというふうに言っている会社もございました。

#### <外部専門家の利用>

外部専門家の利用につきましては、今のところそれほど進んでいないという印象でございます。実施している会社におきましては、例 48 の会社のように、アンケートを採り、そのアンケートの集計結果の取りまとめと分析を第三者に委託して、その後の評価は取締役会で行っているという例や、例 49 のように、取締役会の実効性評価そのものも第三者機関に委託しているように見える開示例もあるということでございます。

この取締役会評価についての話を海外の機関投資家としますと、まずは自己評価を実施していただきたいと言っています。今後、客観性・透明性を高めるために外部専門家が恐らく出てくるだろ

うし、英国でもそういうものがたくさんある。そういうものが出てくる中で、英国で問題になっているところとして、外部専門家の利益相反といったものを指摘している投資家が多くいらっしゃいます。例えば、取締役の人材紹介と申しますか、エグゼクティブサーチのようなことを行っている会社が取締役会評価を実施している例もあるようございまして、そういう例ですと、前年に自分が取締役会の方を紹介して送り込んで、その会社に対して翌年に取締役会評価をする。そうすると、どうしても自分が送り込んだ取締役の方について、この取締役はきちんと機能していないといった評価がしにくい、そういう利益相反があるということです。英国では、そういったものがあるので、取締役会評価を第三者に頼んだ場合には、誰が実施したのか、その第三者機関の名前を開示するという仕組みがあるようございまして、そういったことを日本も今後考えたほうがいいのではないかと申す話をしていただいております。外部専門家の利用がどれほど日本の中で進むのかということもあるかと思っておりますので、今後参考にしていくという話だと理解しております。

### 3. 分析・評価の観点

#### <構成・運営状況等>

取締役会評価の観点をどのように開示されていたかというものでございますが、例 50 のような形で、構成や運営状況、資料が事前に提供されているとか、資料の内容が十分だとか、そういう観点を幾つか列挙して、それぞれについてきちんとやっていますというふうの開示している会社が多くなっています。

#### <取締役会の役割・責務>

その中で少し違ったアプローチをしていると思ったのが例 51 でございまして、こちらは、自社のコーポレートガバナンスの基本的な考え方を、コーポレートガバナンスガイドラインをつくって決議している。そのガイドラインの中では、取締役会はどういう任務を担うか、議長と取締役、社外

取締役、指名委員会等それぞれの委員会についてどういう役割・責務があるのか、そういったものについて規定している。取締役会評価の中では、そのガイドラインに書かれているあるべき姿のようなものに沿って、それぞれの会や議長が運用されていたかということについて評価している。どちらかという、まずあるべき姿を定めて、それに今の取締役会がどれくらいフィットしているのかといった形で評価していますという説明の例でございます。

#### 4. 分析・評価結果の概要

##### <評価・進捗状況>

当たり前と言えば当たり前ですが、全部の会社で、取締役会がきちんと機能していますというような評価結果を開示しています（例52）。たまに例53の会社のように、今きちんとしているということだけではなくて、昨年からの進捗度合いを示されている会社もございました。

##### <今後の課題>

おおむねきちんと機能しているという評価をしているのですが、今後の課題のようなものを挙げている会社もありまして、例えば社外取締役を増やしたほうがいいのではないかなという課題を持たれている会社（例54）や、あるいは取締役会で扱う議題について、個別の業務執行案件がちょっと多いというふうにお考えで、経営戦略などに時間をかけたいというようなことをおっしゃっている会社（例55）や、例56も似たような例でございますけれども、中長期的な経営課題や成長戦略における主要なリスクといったものについての取締役会での議論により時間をかける必要があり、そのための体制を構築する必要があるというようなことをおっしゃっている会社もありました。

例57も、本質的な議論をより活性化したいので、その議案の選定プロセスのさらなる厳格化、恐らく議論を絞り込むというお話をされているのだと思いますけれども、そういったことを課題として

認識されている会社もございました。

#### 補充原則4-14② 取締役等に対するトレーニング

##### 1. 対象者・内容

取締役・監査役に対するトレーニングの方針についてでございますが、取締役の方と監査役の方のそれぞれについて社内の方、社外の方といった形で分けをして、それぞれについてどういう形のトレーニングを実施しているかというふうに書かれている例が多くなっています。

例58ですけれども、社内の取締役の方については、取締役になるに当たって、財務・会計・コンプライアンス、そういったものについて研修をしたり、役員集合研修をしたりしていますと開示されています。どちらかという社内の方については、それまで課長・部長と昇進されてきて執行サイドにいた方が、取締役という会社全体を考えなければならないポジションに上がりますので、それに必要な知識を研修されている会社が多かったように思います。監査役の方については、それに加えて、財務会計、監査手法、リスクマネジメント、コンプライアンス、そういったものについて研修しているというような例がございました。

一方、社外取締役や監査役の方につきましては、工場を見学していただくなど自社の業務内容を知っていただくという観点から研修をしているという開示事例が多かったと認識しています。

そして、興味深かった例を幾つかピックアップしていますけれども、例59のように、社外取締役や社外監査役には色々な方がいらっしゃるの、ここのバックグラウンドを踏まえて個別に研修プログラムを考えていますというものですとか、あと、例60のようにメディアトレーニングを実施しているという会社もございました。

例61は、取締役会の評価と結びつけてトレーニングを提供していると開示している会社でございます。取締役会の実効性評価をして、その結果に基づきということですので、恐らく取締役会の実効性評価をしたときに、この分野が弱いとか、こ

ういったところが弱いといったことがあった場合に、適切なトレーニングの機会をつくるというようなことをしている会社のようにございます。

## 2. タイミング

そういったトレーニングをいつ、どういうタイミングで行うかということですが、これは大体の会社において、まず役員に就任されたときと、就任された後も定期的に適切に更新していただくというような観点で書かれている会社(例62)が多かったと思います。中には、四半期に一回、勉強会を実施していますという会社(例63)もございました。

## 3. 実施状況の開示・報告

この補充原則では、トレーニングの方針について開示を行うということですが、実施状況について開示をしている会社も、ごくまれではありましたが、ございました。例64のように、役員研修会の実施状況を事業報告で開示されているというような会社もございました。例65は、開示しているということではございませんけれども、取締役会で報告を毎年しているというような会社でございます。

私からのご報告は以上とさせていただきます。

~~~~~

【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきまして、ご質問、ご意見をよろしくお願いたします。

【基本原則について説明するケース】

○北村 詳細なご報告をありがとうございます。

6 ページの表についてですが、前回の研究会で総論的なことを報告いたしました際に、基本原則については、上場会社なら当然に守るべき一般的なことを定めているので、これをコンプライセズ

にエクスプレインするというのはほとんどあり得ないのではないか、という旨を述べさせていただきました。しかし、これを見ますと、基本原則3、4、5は、コンプライではなくて、不実施という会社があるということです。基本原則を不実施ということは、具体的にはどういうエクスプレインがされているのかについて、おわかりの範囲でご説明いただければと思います。

○渡邊 我々も、先生のおっしゃるとおり、基本原則をエクスプレインする会社が本当にいるのだろうか、どうなるのかなと思って見ていたのですが、数少ないのですがいらっしゃいました。例としては、例えば基本原則4につきまして、これは取締役会の関係が書いてある基本原則ですけれども、中期経営計画をその会社はつくっていない、だから必ずそうだというわけではないと思いますけれども、中期経営計画をつくっていないので、戦略の大きな方向性を示すことというのが基本原則4で書かれているのですが、取締役会が戦略の大きな方向性を示しているというふうにはちょっと言えないのではないかとその会社はお考えになったようで、中期経営計画をつくっていないということをもって、基本原則4はエクスプレインというふうに言っている会社がありました。ただ、この会社は、それを踏まえて、来期以降は中期経営計画をつくりますというようなことを宣言されておりましたので、恐らく来期以降はコンプライに移られるのではないかと思います。

他の例としましては、同じく基本原則4におきまして、独立した客観的な立場から経営陣や取締役に対する監督を行う、これが取締役会の役割の一つであるということをおっしゃっているのですが、その会社では、社内の方中心の取締役会でありまして、独立・客観的な立場から監督しているというふうにはちょっと言いたいというふうにお考えになったようで、この基本原則につきコンプライではなくてエクスプレインを選択されました。いわゆるモニタリング型を採用していないところはコンプライできないということではもちろんないのですが、モニタリング型の採否につい

ては今後も慎重に検討していきますというようなことをおっしゃっている会社がございました。

あともう一つご紹介しますと、基本原則5は、株主との対話に関するものですけれども、その原則につきまして、その会社は、これまでIRをきちんとやってこなかったというようなご認識で、IRをあまりきちんとやってこなかったので、株主と建設的な対話を行うべきであると言われると、ちょっとコンプライとは言いがたいというふうにお考えになったようで、基本原則をエクスプレインするという会社がございました。ただ、その会社も、今後はIRをきちんと実施していこうかと思えますといったことをその後述べられていまして、将来は恐らくコンプライに変わっていくのかなという例がございました。

総じて基本原則につきましては、資料8ページの③のような、基本原則に書いてあることは少しおかしいのではないかと、だからうちはやらないといった説明はなかったと思います。今後考えていきますとか、やっていきますといった形の比較的前向きな説明が多かったかなというふうに思っております。

○北村 ありがとうございます。

【コーポレートガバナンス・コードの位置付け／説明内容が事実と齟齬する場合】

○岸田 まず、基本的なことをお伺いしたいのですが、このコーポレートガバナンス・コードというのは、法律的にどういうふうな、上場規則、上場契約の内容として考えられているのか、それともそれを超えたものとして考えられているのか。例えば、ご存じのように社外取締役を1人というのは法律の規定ですけれども、2人以上というのは、それを超えているので、もしそれに違反した場合は、上場規則違反として何らかの制裁を課す予定なのでしょうか。

もう一つは、先ほどのアンケートというのは自主的に実施したものですから、それほど間違っただけで書いていないと思うのですが、そこで説明された内容と実際に行っていることが違っ

た場合はどうなるか。社長の選任ということで、指名委員会や何々委員会がありますけれども、例えば東芝のように、前の取締役社長が勝手に決めたと、これが実情だけれども、形式的には指名委員会で決めましたというふうに決まっていますから、それを間違っただけの場合は何らかの制裁があるのか、ないのか。

この2つについてお伺いしたいと思います。

○渡邊 まず、コーポレートガバナンス・コードの位置付けとしましては、上場規則の別添という形になっていまして、広い意味では上場規則の一部を構成しているという理解をしています。ただ、コーポレートガバナンス・コードについては、そこに書いてあることをそのとおりに実施していない場合には理由を説明してくださいというのが上場ルールに1項設けられていまして、これは上場ルールになっていますので、これについては他の上場ルールと同じく守らなければならないというものでございます。ですので、コードに書いてあること自体については、やってもやらなくてもいいわけです。ただ、やらない場合には理由だけは説明してくださいというのが上場ルールです。

○岸田 その理由が間違っただけなのですか。

○渡邊 理由が間違っているかという点については、どう間違っていると判断したのかというのがまず難しいところがあります。コンプライかどうかという判断についても、基本的には上場会社が自分で判断をして、それに基づいて、この原則についてはコンプライかエクスプレインかというのを決めることになります。その説明も上場会社が自分で考えて行うというものになります。その説明の内容が正しいかどうかということについては、例えば証券取引所や金融庁のようなところが出ていって、この説明は間違っているなどという話をするのは今のところ想定していません。投資家と上場会社が対話をする中で、基本的にまず正しい説明をするというのが当然だと思いますけれども、きちんと実態をあらわしたものになっているのかというのは、確認されて修正されていく

ものだというふうに理解をしています。

その内容が違う場合というのも、よほどのことがない限り証券取引所か何か罰則を適用して守らせるという類のものではないだろうと思います。コーポレートガバナンス・コードは、よく言われるところですが、プリンシプル・ベースでありまして、会社法などのいわゆる普通の上場ルールのようなルール・ベースの規範とは違いますので、そもそもこれに従っているかどうかというのも会社の判断によりますし、極端な話コードのとおりにやってもやらなくてもいい規範でありますので、上場ルールで何かを強制していくというところには基本的にはないのだろうと思います。

海外の状況を見てみましても、英国のFRCという機関がコーポレートガバナンス・コードをつかって、同じようにコンプライ・オア・エクスプレインを10年以上前から実施しているわけですが、FRCも、エクスプレインしない場合には一応ルール違反だというふうには言っているのですが、エクスプレインしなかったので上場会社が何らかの処分を受けたという例は、我々がこのコードを導入する前に探した範囲では一件もありませんでした。基本的に英国のほうでも、コードのコンプライかエクスプレインかというところは、投資家と上場会社の対話に委ねられているのかと思います。

それでは、英国が全部うまくいっているかという、恐らくそうではなくて、英国のほうでも、形式的にコンプライしたふりをしているのではないか、あるいはエクスプレインといってもきちんとエクスプレインしていないのではないかといった問題は出てきているようです。ただ、そういう問題が出てきているとしても、FRCのような公的な機関が出ていって上場会社を指導するというようなことはあまり行われていないようでして、エクスプレインにはこういうものが含まれるべきだといったガイダンスを示すようなことはあるようですけれども、直接個別の上場会社に対して、この文章のこのところがおかしいといった指導はしていないようでございます。

○岸田 確認させていただきますと、法律のような拘束力はないので、例えば2人以上の独立社外取締役を持たなくても、説明さえきちんとやれば別に問題ないと。

○渡邊 そうです。

○岸田 その説明も形式的にやっていたらそれでいいと、そういうふうに考えればいいわけですね。

○渡邊 そうですね。説明をしていないということであると、さすがにちょっと困ってしまうのですけれども、上場ルールの遵守という観点では説明さえしていればいいと。

【実施も説明もしていない場合の上場規則上の取扱い】

○前田 各会社が行うエクスプレインがどれだけ制度の趣旨に合致したのか、十分なものかについての評価は、株主が行うというのが制度の基本的な考え方だと思います。しかし、客観的にコンプライもエクスプレインもしていないということが、例外的にせよ、あり得ると思うのですね。理論的には、上場規則に組み込んだ以上、コンプライもエクスプレインもしていなければ上場規則違反であって、実効性確保措置の対象になるべきところだとは思うのですけれども、今のお話にもありましたように、そもそもルールの多くが大ぶかみで抽象的な書き方になっているために、なかなか違反とは認定しにくいということなのではないでしょうか。客観的に違反だと認定できれば、上場規則に組み込んでいる以上は、証券取引所としては上場規則違反だと言うべき立場にあるのではないのでしょうか。

○渡邊 おっしゃるとおり、コンプライ・オア・エクスプレインですので、どちらかは必ずしなければならぬわけです。ですので、エクスプレインもしていないというケースが仮にあった場合は、上場規則違反として実効性確保措置の対象になるというのは、ご理解のとおりです。それは英国も同じ仕組みです。

ただ、エクスプレインもしていないというふう

に認定して、上場規則違反というような形で上場会社に対して何らかの措置をしていくということは、英国ではどうやら行われていないらしい。それはなぜかという、FRCの担当者とも話をしますと、基本的にはプリンシプル・ベースという規範で、投資家と企業がきちんと対話をして事実的に改善をしていくことが期待されているからだという事らしいです。我々としても、スチュワードシップ・コードもできておりますので、この両方が機能して自律的に改善されていく、証券取引所などが出ていって、こうしなさいといった形で改善をしていくのではなくて、当事者同士といいますか、株主と会社がきちんと話をして改善していくほうに運んでいきたいというふうに思っているところです。

ただ、基本的にどう考えるかというところでは、コンプライもエクスペインもしていなければ、上場規則違反は上場規則違反ですし、それに対しては我々は何かしなければならぬというのをご理解のとおりだと思います。

【基本原則と原則・補充原則との関連性】

○片木 先ほどの北村先生のお話や今ご説明いただいたところで、基本原則4と補充原則の関係について、北村先生のご説明などからも、基本原則はまさに一般精神を示したようなところであって、これは守っているけれども、補充原則の幾つかについては守っていないからエクスペインしているというのが北村先生のご理解でもあるし、また証券取引所のご理解でもあろうかと思えます。

別の考え方として、基本原則を具体化しているのが補充原則や原則だから、どれかを完全には実行できていないのでエクスペインしているというときには、この限りで基本原則は完全には守れていませんというふうな方法もあるだろうと思えます。精神を示す基本原則は完全に守っています、でも、補充原則や原則に関してはこれとこれはちょっとできないので、あるいは検討中なのでエクスペインしていますというふうな体制でいいのだというのが大体一般的な合意、あるいは世界的

にもそういう考え方でやっているという理解でよろしいのでしょうか。

○渡邊 そうですね、そういった理解で正しいと思います。ただ、英国が少し違いますのは、英国のコーポレートガバナンス・コードも、ジェネラル・プリンシプル、日本でいう基本原則のようなものがありまして、その後、サポーティング・プリンシプルというのがあって、一番具体的なことが書いてあるのはコード・プロビジョンとあって、日本と同じような3層構造になっているのですけれども、英国のコードの場合は、ジェネラル・プリンシプルとサポーティング・プリンシプルはコンプライ・オア・エクスペインの対象ではありません。それらについては、全社が当然コンプライするものだと思われている。基本的な考え方については異論の挟みようがないと考えられているようでありまして、コンプライかエクスペインかを選ぶのは、例えば取締役会の半数以上を独立社外取締役とすべきであるといった、コード・プロビジョンと呼ばれる具体的なことだけのようです。

日本のコードにつきましては、英国でいうジェネラル・プリンシプルのようなことが書いてある基本原則とかも含めてコンプライ・オア・エクスペインということになっているところが海外とは若干違うところでありまして、今のところ、その部分は英国とは少し違うプラクティスになっています。

将来的に全社が基本原則はコンプライしていますという状況になれば、基本原則についてはコンプライを前提に考えるといった方向性はあるのかもしれないとは思いますが、今の日本では少なくともそうならない。それは英国の様子とは若干違うという状況でございます。お答えになっているかよくわかりませんが、そういう状況でございます。

【基本原則を実施しているか否かの判断】

○川口 基本原則を遵守する意味ですけれども、先ほどから、理念は理解するものの、現状は実施

できていない場合、これは不遵守と評価することがあるということでした。ただ、基本原則は、本来的に理念を語っているもののように思われ、そうであれば、現状は実施できていなくても、理念に賛成するのであれば、基本原則については、コンプライと言うべきではないでしょうか。もちろん、理念に反対であれば、不遵守になると思いますが……、表立って反対とは言にくいものばかりですね。基本原則がいう「何々すべき」という文言をどのように解するかという問題ですが、このあたり、どのようにお考えでしょうか。

○渡邊 非常に難しいご質問ですけれども、コーポレートガバナンス・コードは、先ほども少し申し上げたかもしれませんが、基本原則をコンプライしているかどうかという判断というのも上場会社がすることになっていますので、極端な話、同じことをしている上場会社のA社とB社があった場合に、A社はコンプライと言ひ、B社はエクспレインと言うこともあるわけです。こうであれば必ずエクспレインだとか、こういう状況であれば必ずコンプライだとか、そういうことは一概に言いにくいのかなと思います。プリンシプル・ベースで各社がそれをコンプライしているかどうかを判断するという仕組みになっているので、ここできちんと線引きできるといった類のものではないのかなと思います。

ですので、ご指摘のような考えでコンプライかエクспレインかというのを判断されている会社もあると思いますし、そうではない会社ももしかしたらあるかもしれないと、そういうことなのではないかと思ひます。

○川口 わかりました。

【「検討する」という説明の妥当性】

○川口 それともう一点、別のところでですけれども、エクспレインの内容について、先ほど、「引き続き検討していきます」という例があるということでした。しかし、これで、本当にエクспレインしたことになるのでしょうか。

○渡邊 それはコーポレートガバナンス・コー

ドをつくる上での序文でも、そもそも適用当初については、すぐに完全に実施するとか、完全なエクспレインをするというのは難しいとも考えられるので、「今考えています」ということを説明するという可能性は排除されるべきではないということをおし上げておいて、こういった説明も想定はしておりました。ただ、投資家から見たときに、「検討します」という説明は、今年がいい、来年もまたしようがないとして、どんどんと時間が経っていくと、いつまで検討しているのだろうという気持ちになるかもしれませんので、恐らく時間とともに資料8ページの②の部分は減っていくのではないかと思います。

そのときに、その会社がコンプライのほうに向かうのか、エクспレインのほうに向かうのかはまだわからないという状況なのではないかと思ひます。時間が経てば経つほど、合理的に説明するのは難しくなってくるのではないかなという感じは持っています。

【説明内容の質の劣化への対応】

○行澤 本日、大変詳細なご説明をお聞きして、やはり日本の会社は大変まじめだなと感心しました。ひょっとするとこのような規制の在り方は、日本の文化に合っているのではないかとさへ思ひます。ところで、本日は、英国やEUの議論状況をも踏まえてご認識をお伺ひしたいのですが、英国やEUの場合、今の「検討しています」ではないのですけれども、エクспレインが非常にボーイプレートになって、もう本当に皆同じ、しかも当たり障りのないものに収斂していつている危険性、あるいはエクспレインのクォリティーがプアになっているのではないかという危機感があるようです。確かに一生懸命書けば書くほどぼろが出ますし、あるいは、やりますと言ったのにやらなかったとか、やっていないのに見栄を張ってやったと言うと、これは虚偽記載だということになりかねない。それなら、当たり障りのないところで逃げたほうがいいのかということになるのも自然の流れでして、こうして質の劣化が進まざるを得ないと

いう指摘もあるわけです。それゆえに、例えばEUなどですと、やはり規律の内容をハードローに戻していったほうがいいのではないか、あるいは実効性の伴うサンクションを強化したほうがいいのではないかという議論もなされています。

さらには、エクスプレインのクオリティー・コントロールを誰かがやらないといけないのではないかということもあります。例えば5年連続で「検討します」というエクスプレインが続いている発行会社であっても、結構業績がいいので、特にマーケットがプアなエクスプレインに反応しているとも思えないというような状況に対して、一定の専門機関が当該エクスプレインのクオリティーについての評価をリリースすることで投資家・株主の認識に資するということです。さらには、議決権行使助言機関のようところが、当該発行会社のエクスプレインがプアであることを理由に、例えば当該役員の選任には賛成できないのではないかと意見することも考えられると思うのですね。

今はまだ実施後半年しか経っていませんので、何とも言えないとは思いますが、その辺の見通しといたしますか、お考えをお聞かせいただきたいと思います。

○渡邊　　まず、エクスプレインの質に関するご質問だと思えますけれども、いわゆるボイラープレート、定型的な開示・説明になるのではないかと、英国やEUの状況はそうなっているということもありましたので、日本でもそうなってしまうのではないかという危機感を持っておりました。コーポレートガバナンス・コードを適用する前に、上場会社に色々なところで説明会などをやらせていただいたのですが、そういうところでは、必ずボイラープレートには気をつけてくださいということをお願いしてまいりました。

ただ、実際のところはどうかといえますと、眺めていたら、この表現は何個か前に見たような気がするとか、何か10文字ぐらいしか違わないのではなかろうかといった開示例が今のところあるのは事実です。日本でも、ボイラープレートが起こる可能性は大いにあると思えますし、もし

かしたらもう既に起こっているということかもしれません。そこについては、やはり投資家がしっかりチェックをしてフィードバックしていくということが必要なだろうと思えますけれども、個々の投資家が全部の会社をチェックするというのは多分なかなか難しい面もあると思えます。

それで、英国では、英国保険協会（ABI）が幾つかのエクスプレインの文章をピックアップして、これはいいエクスプレインだ、このエクスプレインは今一つだ、などといった評価をしています。ただ、そのときに、いいエクスプレインはこれですというふうに出してしまうと、みんなそれを真似して、かえってボイラープレートを助長するかもしれないので、いいエクスプレインを選んで、その中に共通して説明されている要素はどういうものがあるのだろうか、例えば、今後いつごろまでにやりますというような実施時期の目途を示している説明の例がいいのではないかと、といったエクスプレインに含まれる要素を対外的に公表して、こういう要素を入れてくださいという取組みをしているようでございます。日本でも、どこが実施するのかというのは別として、そういったものが今後必要になるのかもしれないというふうに思っています。

既に機関投資家の方が自主的に集まってそういうエクスプレインの評価をしているということもあるようでございますけれども、そういった取組みが広がって行って、どうもこういう要素が含まれているエクスプレインがいいのだということが上場会社のほうに認知されていくと、少しずつ改善していくのかなというふうに思います。

【フォローアップ会議の目的】

○行澤　　よくわかりました。私もエクスプレインのクオリティーの評価は、マーケットの自律的な動きによってなされていくのが望ましいと思います。ところで、例えば今回のこういったフォローアップ会議の資料というのは、証券取引所のウェブサイト等に開示されていると思うのですが、今後も、証券取引所としては、フォローアップ会

議を継続的に行い、その結果を返していく、そして望ましいコーポレートガバナンス・コードのアプリケーションを助けていくというおつもりはありますでしょうか。

○渡邊 このフォローアップ会議は、まさしく実態、コードが導入された後、上場会社がどういふ対応をされているのかということをしかりと把握して、その中でいい例があれば、それをピックアップして公表し、ある意味では、ベストプラクティスのような形でお示しして、それを上場会社の方に参考にしていただくということを証券取引所としては考えています。

それで、2月に出しました取締役会のあり方についての意見書でも、色々な意見も書いているのですけれども、私が重要だと思いますのは、それらの意見の間に取組みの例、実際に上場会社が行っている、こういうことを行っていますという例を紹介していきまして、それは字がちょっと細くなっている部分ですけれども、そこが恐らく重要なのではないかと思います。ここに書いてある例を上場会社に参考にしていただいて、自分の会社にフィットするものをその中で選んだり、それをヒントに自分の会社はどのようにするのがいいのかというのを考えていただいたりして、各社で自らのガバナンスをつくっていただくというのが一番よいのではないかなと思います。

あと、このプリンシプル・ベースがうまくいかなかった場合にどうなるのかというのが先ほどお話としてあったような気がするのですけれども、神作先生にお伺いしたところだと、ドイツでは、コードがうまくワークしない場合には、むしろ強制の形になっていくような流れがあるようでございまして、日本でも、このコードでプリンシプル・ベース、コンプライ・オア・エクスプレインというような形でうまくいかない場合には、もしかしたらルール・ベースといいますか、法律の世界や、上場ルールの世界もあるかもしれないですけれども、そういったところで、例えば取締役会の独立社外取締役の比率が義務化されるなどといった方向に進んでしまう可能性もなきにしもあらずだと

思います。できればこのコンプライ・オア・エクスプレインや原則主義の仕組みがうまくワークすることを期待しています。

強制されて必要のない会社まで何かをやらされてしまいますと、社会的にも無駄なコストになりますし、このコンプライ・オア・エクスプレインだとそれが防げるかもしれないので、うまくワークすればと期待しているところです。

○行澤 ありがとうございます。

【コーポレートガバナンス・コードと企業価値の向上との関係】

○龍田 コーポレートガバナンス・コードがどの程度受け入れられているかというフォローアップ会議のデータを非常に詳しくお示しいただきました。大ざっぱに言えば、規模の大きい会社ほどよく受け入れ、守っている傾向があるようです。問題は、基本原則であれ、補充原則であれ、それ自体が目的ではないわけですね。コーポレートガバナンス・コードにせよ、またそれを一部取り入れた最近の会社法改正にせよ、「攻めのガバナンス」と言って、経営の効率を上げ、利益を上げやすい会社組織にすることが一番の謳い文句でした。それとどう結びつくのでしょうか。まだ実施して1年経つか、経たないかですから、この段階でどうこう言うのは意味がないかもしれません。将来5年、10年経った時点で、それを検証されるつもりがあるのでしょうか。される場合はどういう観点からされるのでしょうか。あるいはそんなことはやりようがないから、そもそも考えていないというスタンスでしょうか。非常に乱暴な質問ですけれども、お尋ねしたいと思います。

○渡邊 コーポレートガバナンス・コードを含めて、コーポレートガバナンスというのはあくまで手段でしかないもので、これが目的化するのはいくはないというのは、ご指摘のとおりだと思います。コーポレートガバナンス・コードでは、今ご指摘がありましたように「攻めのガバナンス」とか、あとは「持続的成長」とか「中長期的な企業価値の向上」に向けてガバナンスを強化するのだとい

うことが強調されているということでございます。

投資家の方々と話をしていますと、こういった取組みについて、これがうまくいったかというのをいつごろ、どうやって評価するのかといった話をすることがあります。すると、彼らは、5年後ぐらいに、2020年ぐらいとその人は言っていたのですが、2020年ぐらいに日本の会社の企業価値が上がったかどうかというところで評価をするよという話をしていました。だから、すぐに1年ぐらいで結果が出ないということは彼らもよくわかっているようでありまして、スパンとしては4、5年ぐらいのところ、何で測るかというところに関しては、取締役会の構成がどう変わったかとか、独立社外取締役は選任されたかどうかとか、そういう話だけではなくて、企業価値が上がったか、そういう観点で私は見えていますというような話をしている投資家がいらっしやいまして、恐らくそういうことなのだろうなというふうに私も思っています。

ただ、企業価値が上がるというところは、ガバナンスだけで上がる問題かというところ、恐らくそうではなくて、他の要素のほうがむしろ強い可能性もあるので、例えば5年後に東証全体の時価総額が上がったりしていることはあるかもしれませんが、それはガバナンスで実現したのかというところを評価するのは非常に難しいのかなと思います。なので、これをどのように行えばいいのかというのは、今ちょっと頭を悩ませているというのが正直なところでございます。

○舩津 今の龍田先生のご指摘の点が一番の問題のところなのかなという気が私はしておりまして、「攻めのガバナンス」ということで少なくともコーポレートガバナンス・コード原案には書かれていたのですけれども、上場規則になる段階でたしか原案の前文自体は抜けていたかと思うのですね。でも、「攻めのガバナンス」というのは東証の制度としての上場規則ではまだあるのだということでもいいのか。ご説明だと、おそらくそう考えていいのだろうと思うのですけれども、そうだとしたときに、結局、コード自体が「攻めのガバ

ナンス」を助けるということである以上、やはりパフォーマンスが上がらなければ意味がないということになると思います。

少なくとも私の立場からしますと、どうしてもコードの正統性というものにやや怪しい部分がある気がしておりまして、それほど大事ならば法律で決めればいいではないかというふうに思うわけですけれども、それをあえてソフトローでやるということである以上は、正統性を示せるとすれば、恐らくそれはパフォーマンスでしかないと思うのですね。

そうだとすると、これは極めて意地悪なことを言っているということは私も認識しているのですが、例えばJPX日経400で独立社外取締役を2名以上といった基準を設けておられますけれども、例えばコンプライの比率が高いところについて、何か別のインデックスを設けて、そのインデックスが上がり下がりするというようなことでパフォーマンスをはかるのだというような、東証として何かコーポレートガバナンス・コードと連動したような制度をつくるとか、あるいはESG投資というのでしょうか、コーポレートガバナンス・コードの遵守率の高いものだけを集めてファンドを組むとか、そういうまさにパフォーマンスと連動するような形での、学術的な研究結果ではなくて、まさに市場としてパフォーマンスを評価するような明確なインデックスというようなものをつくるような動きや検討はないのかという点が非常に気になっておりますが、いかがでしょうか。

○渡邊 コーポレートガバナンス・コードについてコンプライが多い会社を集めたインデックスをつくるとかということは、今のところ全く考えておりません。

ガバナンスとパフォーマンスの関係については、今のところ、そんな関係ないのではないかとか、関係あるのではないかとか、色々な議論が出ています。これは日本だけではなくて、世界的にそうでございます。世界を見たときに、それは世界的にどこの国でも全く同じなのですけれども、日本ではそういう反論といたしますか、ガバナンスなん

て意味がないではないかといったご指摘を受けることが多くあります。しかし、海外を見てみると、それは全く同じ状況であるにもかかわらず、英国はもう十何年も前にコードを導入したりとか、他の国々でもコーポレートガバナンス・コードを導入したりとか、例えば米国にはコードはありませんけれども、独立社外取締役は過半数以上とか、独立社外取締役だけで構成されるオーディット・コミッティーをつくるか、そういう規制はコードよりも強力なルール・ベースの規制で過去に実施されてきているわけです。パフォーマンスとのつながりというところは不明確ではあるのですが、海外では、それでもなお、どんどんガバナンスの強化に進んでいるということですので、必ずしもパフォーマンスと関係がなければやってはいけなくてまでは言えないのではないかとは思っています。

ただ、ガバナンスの問題というのは、一回決まったらそれで終わりではありませんので、今後もコードについては改善していくことが必要だと思いますし、コードの仕組みがうまくワークしていかないのだったら、当然他の仕組みを考えていくということなのではないかと思えます。

あと、コーポレートガバナンス・コードについてはコンプライ・オア・エクスプレインという仕組みでありますので、コンプライしていれば必ずいいというものでもないのだと思います。エクスプレインしている会社であっても、コーポレートガバナンス・コードに書いてあることをやっていないからといって、ガバナンスの中身がきちんとしていないということではなくて、ガバナンスの中身はきちんとしている会社はあると思うのですね。外形的なところだけでパフォーマンスの差をつけるというのはなかなか難しいのではないかなと思います。

○船津 私の認識が間違っているのかもしれませんが、諸外国で「攻めのガバナンス」という観点はなかったはずなので、それをあえて入れた、そのためのコードだという前提であるならば、やはりそこは落としてはいけないのではないかな

という気がしたというのが感想です。

○渡邊 ガバナンスの目的というところについては、確かに「攻めのガバナンス」はちょっとキャッチーな言葉として使われているところがあると思うのですが、最近では、海外でも「持続的な成長」た「中長期的な企業価値の向上」、そういうところが観点として出てきているのは事実だと思います。OECD コーポレート・ガバナンス原則の改訂版でもそういうことに触れられていたり、このコードをつくる中でも、OECD のガバナンス課長に来てもらってアドバイザーをしてもらったりしておりますので、これまでになかったというご指摘はもちろんそのとおりだと思いますし、海外のほうでも、日本はガバナンスの観点から見ると比較的新しい見方をしていると思うのですが、その点については、海外の人たちもあまり違和感を持たれていないように思います。

【取締役会の実効性に関する分析・評価／経営陣に対する委任の範囲】

○岸田 お伺いしたいのは取締役会の実効性の評価についてですけれども、取締役会の実効性というのは、極端に言えば、取締役会に出ていなければ誰が何を言ったかわからないので評価できないと思うのです。もし外の人が評価するとすれば、取締役会の議事録などを見ないとはいけませんが、そう簡単には見られないですよ。そうすると、今の話の続きですけれども、よかったか悪かったかはパフォーマンス、業績がよかったかどうかで評価するしかあり得ないですね。それを、取締役会のAさん・Bさん・Cさんはそれぞれ何をどのように言ったかわからないのに評価できないと思うので、こういうことは誰が何を評価しようとしているのか全く理解できないのですけれども。

○渡邊 取締役会の評価については、海外の様子を見てみますと、まずその会社ごとに、自社の取締役会はこのことをするのだという To-Be のようなものが定められていて、現状の As-Is について To-Be とどれくらい離れているのかというのを評価していると、理想的にはそういうことの

ようでございます。

それをどうやってはかるかというところは、取締役会評価をしている会社が一番詳しいのだと思いますけれども、例えばオブザーバーとして取締役会を後ろで聞くといったことをするケースもあるようでございます。アンケートなどもしているみたいですが、それだけではなくて、実際に傍聴したり、あるいは議長の方にインタビューをして議長の方がどう思っているのかを聞いたりしているようでございます。また、海外で第三者評価というときには、第三者が評価をしているというよりは、第三者はむしろファシリテーターのような役割を担うようございまして、中の人たちが評価をするときに、その議論を活発化するための質問をするといった役割を担っているようです。第三者が100点とか90点とかの点数をつけるというイメージではどうやらないようです。

○岸田 例えば外部の弁護士事務所もありますけれども、弁護士ができるのは法律に違反しているか、していないかだけであって、業績がいいかどうかなんてことは判断できないですよね。こういうリスクがあるのだけれども、こういう仕事をしてよくなったとか、失敗したとか、やはり先ほど言ったパフォーマンスと関係があると思うのですね。うまくいけばそれはよかったと、失敗したらだめだという、それしかあり得ないと思うのですけれどね。

○渡邊 そこはもしかすると、取締役会の位置付けというものが日本と英国などでは少し違うということがあのような気がします。彼らのほうで言う取締役会というものは、監督をしているものでございますので、経営の結果がよかったか悪かったか、業績がよかったか悪かったかというのは経営者の評価で、取締役会の評価ではないというような発想があるような気がします。

理念的なことしか言えなくて大変恐縮なのですが、経営のパフォーマンス、業績を見ているというよりは、経営者を監督するという取締役会の役割が果たしているかという観点で見ているようです。それをどのように評価するかというのは、そ

れはそれで大変難しいのではないかと思いますので、けれども。

○岸田 おっしゃることはよくわかりましたけれども、日本では難しいのではないかと思います。

○渡邊 そうですね、日本の今の取締役会が、監査役設置会社でマネジメントボードなどと言われているみたいですが、業務執行の案件を結構決める取締役会だとすると、それを評価するのがちょっと難しいということはあるかもしれませんが、ただ、そういうマネジメントボードのような取締役会であったとしても、私の理解ですと、取締役会が経営者を監督するという役割は果たさなければならないのだと思いますので、そういうところを評価するとか、何か工夫が必要なのではないかと思います。

○岸田 ありがとうございました。

○黒沼 コーポレートガバナンス・コードは、法令ではありませんけれども、遵守したかどうかという点の判断が一応問題になるという点では法律に似ています。また、遵守しない場合に、説明をすればよいとしても、そこで何が求められているのかというのは、一種の法的な解釈が必要な問題ではないかと思います。

そういった点から二点ほどお伺いしたいのですが、まず、26ページに記載のある補充原則4-1①ですけれども、ここで「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」とされています。先ほどお伺いしたところでは、法令上、取締役会の権限とされている事項については取締役会が決定しており、委任はしていないというような記載が多いと聞いたのですけれども、そういうものばかりなのでしょうか。そういうことだけを書くということは、私には補充原則4-1①を遵守していないと読めるのですけれども、どうなのでしょう。これが第一点です。

もう一つは、補充原則4-11③の、今出てきた取締役会全体の実効性についての分析・評価を行うという点です。ここではどちらかというと、個々の取締役の自己評価を踏まえてと書いてあるので、個々の取締役がきちんと働いているかどうかを評

価値するような感じにも受け取れるのですが、会社法の観点から言うと、取締役会全体の実効性というのは、特に監督権限を行使できるかどうか。言い換えると、取締役会が経営陣によって支配されていないかどうか。それができているかどうかを評価するということだと思のですが、そういう観点からこの部分の記載をしている例はありますか。

直接的に、うちの取締役会は経営陣から独立して権限を行使できていますと書いている例は少ないかもしれませんが、そういう視点から開示をしてもらうことが重要ではないかと思うのです。その点の開示例、あるいは渡邊課長はどうお考えになっているかということをお教えいただければと思います。

○渡邊 まず、委任の範囲ですけれども、ほぼ法令にのっとってやっていますというような趣旨に読み取れるような開示がやはり多かったと思います。そのときに補充原則をコンプライしているかどうかというところについては、繰り返しになってしまうのですが、恐らく各社が判断しているということになりますので、それでは本当にそれをきちんと取締役会は考えているのかというところはあるかもしれません。取締役会として、会社法に書いてあるとおりでいいのだと判断しているということかもしれませんけれども、そこは会社がコンプライかどうかというところについて判断をしています。

○黒沼 会社法では「重要な業務執行」と書いてあるわけで、その重要な業務執行について明確に範囲を定めるべきであるというのが、この補充原則の趣旨ではないのですか。

○渡邊 その「明確に」というところについて、その明確さは多分色々とばらつきがあると思ひまして、どこまでを取締役会でやるべきかというのはなかなか難しいところがあって、例えば数値基準、金額基準のようなものを設けている会社が結構多いとは思ひます。ただ、規模としては小さい会社の M&A であったとしても、その業務が将来的な会社の利益には大変影響があるのだということ

であれば、M&A の金額として小さくても、やはりそれは重要な案件だと思ひのですね。それは経営に委任していいかということ、取締役会でやるべきだという判断もあると思ひますので、明確にと言ったときにも、数値基準や形式的基準だけでもなかなか難しいのかなと。明確に定めよということなので、こういうものですと書いていただいたほうがいいというのはもちろんそうだと思ひのですが、今のところだと、会社法に従ってやっていますというふうにし受け取れないような表現が多かったように思ひます。

あと、取締役会の実効性評価につきましては、この「実効性評価」という言葉がやや誤解を招きやすいところもあるのかなと思ひますが、各取締役が取締役会の実効性についてどう評価しているかということも入っていると思ひます。

取締役会の位置付けからの評価をしているような例としては、例えば 30 ページで挙げている例 51 の会社では、ガイドラインそのものを引用していないので、ここからだけではなかなか難しいかもしれませんが、取締役会や議長についてこういう役割を果たすのだというのをガイドラインで書いておいて、その位置付けに沿った運用がされているかという観点で評価しておりますので、黒沼先生のご指摘のような評価をしている例ではないかなという印象を持っております。

我々が見ているのはしよせん開示の上のものでしかないので、実際にどういう評価をしているかまでは、最終的にはわからないところもあるのですけれども、開示を見ている限りでは、そういう印象はございます。

○黒沼 ありがとうございます。

【指名・報酬等への独立社外取締役の関与】

○伊藤 まず、今までされていたフロアの議論について一つ意見を申し上げたいのと、あとは、報告について一つ質問をさせていただきたいと思ひます。

先ほど「攻めのガバナンス」と言いつつ、業績が上がらなかつたらどうするのだという話が出て

いました。けれども、私は、コードの導入の直接の目的や動機という話と、コードの正統性（legitimacy）の話は、直結させる必要はないのではないかと思います。というのは、正統性自体は、東証の上場基準制定権限や自主規制権限から導き出すことができますし、それで十分だと思うのです。例えば、東証が上場基準を決めたことについて、上場基準をこうやって決めているのに業績が上がらなかつたらどうするのだとか、そんな話は絶対出てこない話です。法的な正統性というのはその程度の話なのではないかと思います。

それから、ご報告についての質問ですけれども、本日の資料の11ページ、説明率が高い原則についての分類のところ、補充原則4-10①というのがあります。これは独立社外取締役が取締役会の過半数でなければ、例えば任意に諮問委員会などを設置することで、独立社外取締役の適切な関与や助言を得るべきであるという補充原則です。本日の資料によりますと、この補充原則については、③の実施予定がないという会社が割と多くて、しかもそれは、代替手段によって目的達成が可能であるという理由で実施予定がないと説明している会社が多いということです。

そこで私が伺いたいのは、そこで言われている代替手段というのは具体的には何が挙げられているのかということです。例えば、会社として任意の諮問委員会は設けていないけれども、他の形で独立社外取締役の関与や助言はきちんと得られるということであれば、これは、補充原則4-10①をコンプライしていることになるのですよね。そういうものではない代替手段というのは、具体的には何が挙げられているのでしょうか。

○渡邊 表をお示ししているのですけれども、代替手段としてどういうものが書かれているかというところについては、手元に調べているものがございませんので、わかりません（注：代替手段として説明している例としては、例えば、社外取締役がいる場合に、取締役会の場で社外取締役から適切な関与、助言を受けていることを説明するものや、社外取締役がいない場合に社外監査役の

適切な関与・助言を受けていることを説明するものなどが見られた）。

○伊藤 もしかすると、ただ単に諮問委員会をつくっていませんというだけの話である可能性もあるわけですか。

○渡邊 その可能性もあると思います。あくまで例示なので、諮問委員会をつくらなくても、コンプライしている会社もあると思います。コードで書いてあることは、独立社外取締役の関与・助言を得るべきであるということなので、助言を得ていればコンプライと言ってもいいわけでありませぬ。会社によっては、諮問委員会を置いていないからエクस्पラインしている会社もいらっしゃるのかもしれませんが。

○伊藤 私がなぜこういうことを質問したかといいますと、逆に、独立社外取締役の関与や助言は要らないのである、他の会社機関によって同じ目的が達成可能であるといった説明ができるのがちょっと考えてみてもわかりませんもので、こういう質問をさせていただきました。

【コードとハードローとの関係】

○松井 先ほどの話に戻ってしまって恐縮ですが、ハードローとの関係について少しお話がございましたので、一点お伺いできればと存じます。

ドイツの例などを先ほど挙げておられましたけれども、その例を見てもこのコードの内容とハードローとの関係は結構デリケートで、例えばある政策課題があつて、できればハードローでいきたいのだけれども、実務的な抵抗が極めて強いのでハードローにはいきなり行けず、コードに入りました、と。そして、コードで遵守状況を見ていくうちに、これならばもう実務的に受け入れられる環境ができたのでハードローに行きます、というようなものがございます。あるいは、もともと性格上ハードローになじまないもの、例えば今日調べていただいたものの中で、現金報酬と自社株報酬の割合の設定などは、各会社が考えるべきもので、そもそもハードローにはなじまないもので、コードというモードに非常になじみやすい、という

こともございます。

そうすると、実はハードローとコードとの関係というのは、さまざまにあり得るのだと思います。ハードローに行くための道筋として使う場合もあれば、コードがうまくいかないときにハードローで強制するという道筋もあれば、あるいはそもそもコードというものにしかなじまないものもある。このように色々な次元のものがあることを前提に、一点お伺いしたいのですけれども、コードをハードローにつなげていくための手段として使うというようなことは、渡邊課長の目から見ると、やはりコードにとってはあまり好ましくないということになるのでしょうか。すなわち、やはりコードはコードとして持つておくことに非常に大きな意味があって、ハードローというのはあくまでも究極の手段にすぎない、できれば自主的なコードのほうが好ましいというようなことがあるのでしょうか。感触めいた話で恐縮なのですけれども、このあたりのご意見を伺えますと幸いです。

○渡邊 コードとハードローとの関係というところですが、将来ハードローにするために、コーポレートガバナンス・コードがコンプライ・オア・エクスプレインという手法を通じて、例えば独立社外取締役2名ということであれば、その2名の普及を進めていくための手段として使われるというのは、基本的には、コンプライ・オア・エクスプレインやプリンシプル・ベースとかという考え方からすると、あまりなじまないのではないかなと思います。

というのは、これは単なる一担当者の感想めいた話ですけれども、ハードローで決められることは皆が守らなければいけないことだと思いますので、ミニマムリクワイアメントのような位置付けなのだと思いますけれども、コーポレートガバナンス・コードで示すものというのは、どちらかというと多くの会社にとって最も良いと考えられているベストプラクティスだと言えらると思います。だからこそ、やる会社もやらない会社もあってよくて、自分の会社にとって合わないと考えるのならばエクスプレインでもいいというアプローチが

とれるわけですがけれども、ハードローになってしまうと、どの会社もしなければならないことになって、ミニマムリクワイアメントということになって、例えば求める内容も、どの会社でもできることしか書けないという面があるのではないかなと思います。

コードをつくった段階では、例えば独立社外取締役を2名以上選任することを義務化するというものは、その普及率から見ても到底無理な段階だったと思います。コードはそういう段階でもベストプラクティスを示すという使い方ができるというのがいいところだと思います。コーポレートガバナンスというのは、基本的に会社ごとにベストな方策が異なりうるものという指摘もあるところなので、本当に最低限これだけというのはハードローになじむのかもしれませんが、そうではないものというのは、どちらかというとコードになじむような話なのではないかなと思います。

コードを使って普及させてこれを義務化しようというのは、ドイツでは行われているのかもしれませんが、発想からいくと、それはやはりちょっと違うのかなと。そもそも、コンプライでなければならないという根底の考え方があって、そういう発想になってしまうのだと思うので、それはもしかしたら、コンプライ・オア・エクスプレインを採用している意味などを考えると、ちょっと違うのかなという感想です。

○松井 ありがとうございます。

○前田 まだ議論があるかもしれませんが、時間になりましたので、これで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

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2月26日
株式会社東京証券取引所
上場部 渡邊 浩司

コーポレートガバナンス報告書の開示状況

- コードは昨年6月1日から適用開始
 - 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6か月猶予)

- 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・オア・エクスプレインの対象
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
 - コードの“実施”・“説明”状況
 - コードの原則に基づく開示状況

コードの“実施”・“説明”状況

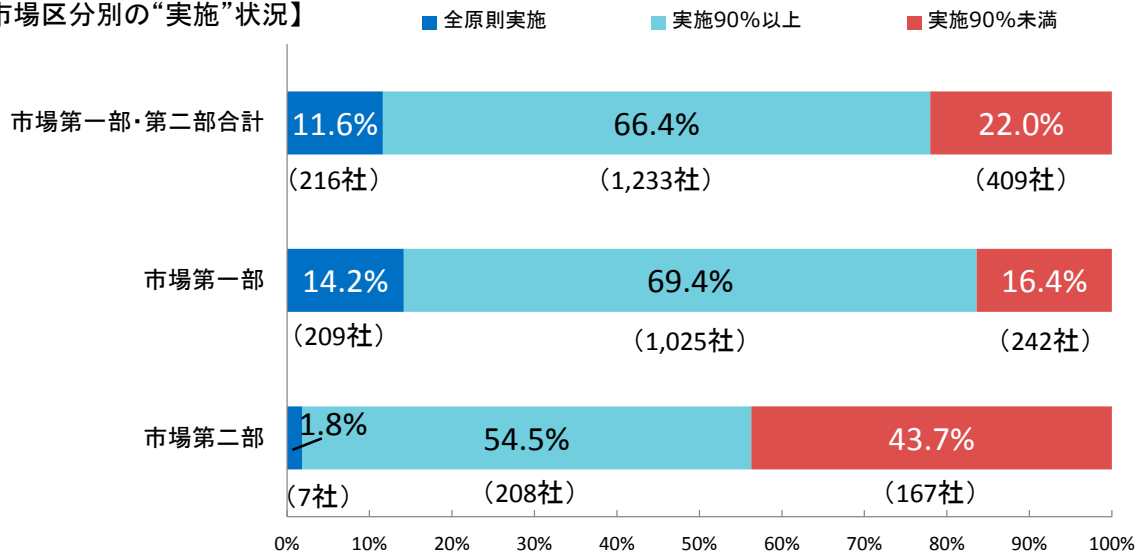
3

会社別に見たコードの“実施”・“説明”状況

➤ 市場第一部・第二部の1,858社のうち、

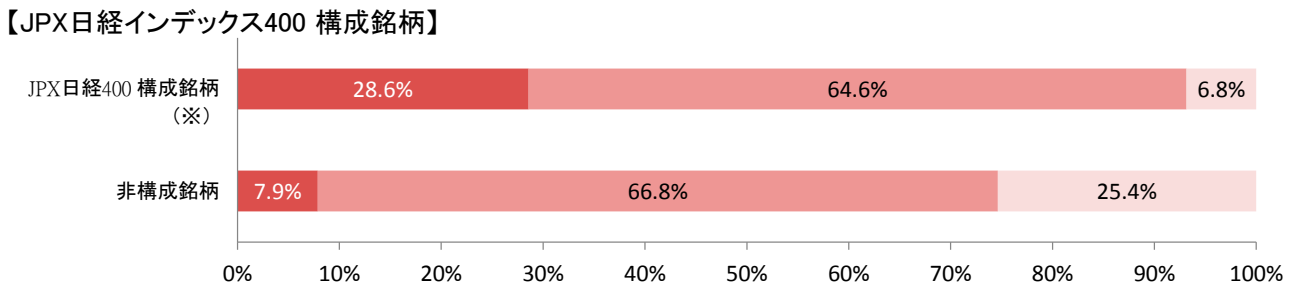
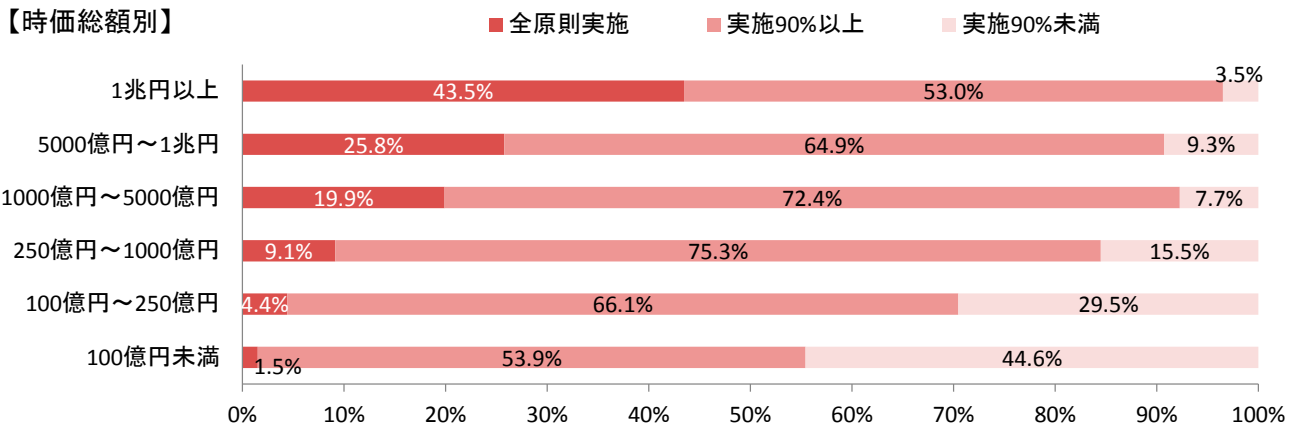
- 全73原則をコンプライ(“実施”)している会社 11.6%(216社)
 - 一部原則をエクस्पライン(“説明”)している会社 88.4%(1,642社)
 - うち、コンプライ(“実施”)している原則の数 90%以上 66.4%(1,233社)
 - 90%未満 22.0%(409社)
- 説明している原則
平均 4.8個

【市場区別の“実施”状況】



4

時価総額別・JPX日経400構成銘柄の状況



※市場第一部・第二部で、12月末までにコードへの対応状況を記載したガバナンス報告書を提出した1,858社のうち、JPX日経インデックス400構成銘柄となっている336社。「非構成銘柄」は、それ以外の1,522社。

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1-1①	1827	31	98.3%
4	補充原則1-1②	1857	1	99.9%
5	補充原則1-1③	1856	2	99.9%
6	原則1-2	1848	10	99.5%
7	補充原則1-2①	1847	11	99.4%
8	補充原則1-2②	1490	368	80.2%
9	補充原則1-2③	1788	70	96.2%
10	補充原則1-2④	820	1038	44.1%
11	補充原則1-2⑤	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1-5①	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2-2①	1810	48	97.4%
22	原則2-3	1854	4	99.8%
23	補充原則2-3①	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2-5①	1750	108	94.2%
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3-1①	1850	8	99.6%
30	補充原則3-1②	1379	479	74.2%
31	原則3-2	1858	0	100%
32	補充原則3-2①	1667	191	89.7%
33	補充原則3-2②	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4-1①	1848	10	99.5%
37	補充原則4-1②	1582	276	85.1%
38	補充原則4-1③	1600	258	86.1%
39	原則4-2	1652	206	88.9%
40	補充原則4-2①	1288	570	69.3%
41	原則4-3	1830	28	98.5%
42	補充原則4-3①	1793	65	96.5%
43	補充原則4-3②	1851	7	99.6%
44	原則4-4	1857	1	99.9%
45	補充原則4-4①	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4-8①	1530	328	82.3%
51	補充原則4-8②	1497	361	80.6%
52	原則4-9	1723	135	92.7%
第5章				
53	原則4-10	1752	106	94.3%
54	補充原則4-10①	1311	547	70.6%
55	原則4-11	1761	97	94.8%
56	補充原則4-11①	1821	37	98.0%
57	補充原則4-11②	1845	13	99.3%
58	補充原則4-11③	676	1182	36.4%
59	原則4-12	1851	7	99.6%
60	補充原則4-12①	1821	37	98.0%
61	原則4-13	1849	9	99.5%
62	補充原則4-13①	1858	0	100%
63	補充原則4-13②	1858	0	100%
64	補充原則4-13③	1857	1	99.9%
65	原則4-14	1823	35	98.1%
66	補充原則4-14①	1839	19	99.0%
67	補充原則4-14②	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5-1①	1853	5	99.7%
71	補充原則5-1②	1827	31	98.3%
72	補充原則5-1③	1850	8	99.6%
73	原則5-2	1656	202	89.1%

“説明”している会社が多い原則

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

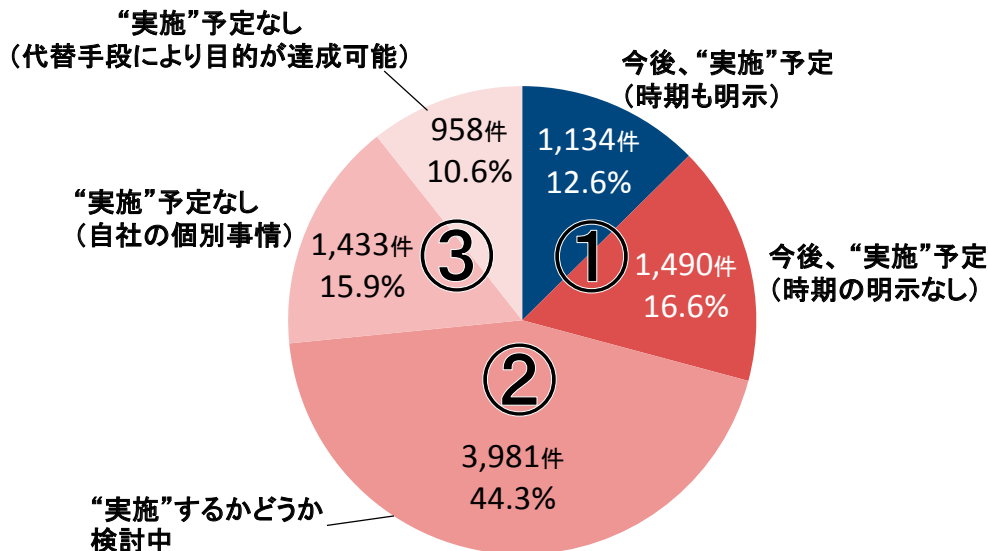
7

“説明”の内容

➤ 67の原則に対して、1,642社により、のべ8,996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”予定 | 30%程度 |
| ② “実施”するかどうか検討中 | 45%程度 |
| ③ “実施”予定なし | 25%程度 |



8

“説明”の例

① 今後、“実施”予定とする例

➤ “実施”時期を明示する例

例1

【補充原則4-1-1-3】(取締役会全体の実効性分析・評価の結果概要)

当社は、取締役会の実効性を高めるため、随時、必要な対応を図っております。各取締役の自己評価などを踏まえた分析・評価については、**2015年度から実施**することとし、その結果の概要は、2016年度に開示いたします。

➤ “実施”時期を明示しない例

例2

【補充原則4-1-1-3】(最高経営責任者等の後継者の計画)

「グループ理念」や具体的な経営戦略を踏まえて**現行のサクセッションプランを見直し、指名・報酬委員会で審議のうえ取締役会で決定**します。

② “実施”するかどうか検討中とする例

例3

補充原則1-2-4

招集通知の英訳につきましては、海外投資家の比率等に留意しつつ、**引き続き検討**して参ります。

例4

<原則4-8:取締役会における社外取締役の比率に対する考え方およびその実現に向けた取り組み方針>

2015年6月末日現在、当社の取締役会は業務執行取締役3名と独立社外取締役3名の計6名で構成されており、取締役会における独立社外取締役の構成比率は50%です。

ただし、当社では、**少なくとも3分の1以上の独立社外取締役の選任を必要と考えるかどうかについて、ならびに必要と考える場合の取組み方針について、現時点では結論を持つに至っていません**。取締役会における独立社外取締役の人数比率については、取締役会を監督機能に特化した機関として位置付けるのか、または業務執行機能の相当部分を担う機関として位置付けるのかの判断に直結する事項であると考えています。指名委員会等設置会社または監査等委員会設置会社のような委員会型の機関設計と、監査役会設置会社としての機関設計のどちらを採用するのかという議論にもつながるものであることから、**現在慎重に検討を進めています**。

当社としての見解・方針が定まった時点で、その内容をお知らせします。

9

“説明”の例(つづき)

③ “実施”予定なしとする例

➤ 代替手段により目的が達成可能とする例

例5

■補充原則4-1-2 中期経営計画が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ってその実現に向けて最善の努力を行うべき

当社は、経営環境の変化が激しい中で、迅速かつ柔軟に最適な経営判断を行うとともに、株主、投資家の皆様に当社の経営戦略や財務状況等を正しくご理解いただくための情報開示のあり方として、長期的な経営戦略、ビジョンを公表するとともに、事業単年度毎の業績等の見通しを公表することとしております。

現在当社では**中期目標は公表しておりませんが**、経営会議が中期目標を含む中期全社方針書を定めるとともに、進捗状況の確認、分析を行い、必要に応じて適宜、中期目標や方針の見直しを行うこととしております。**取締役会は**、経営会議が策定した中期全社方針書を決議するとともに、**進捗状況や分析結果について報告を受け、監視、監督**することとしております。

➤ 自社の個別事情を理由とする例

例6

【補充原則1-2-4】

当社の株主構成(全株主に対する外国法人等の比率は1%未満)等を勘案したうえで、現時点においては**議決権の電子行使の採用及び英文による招集通知の作成を行っておりません**。今後、必要に応じての検討課題と致します。

例7

【補充原則4-8-1 独立社外取締役の有効な活用】

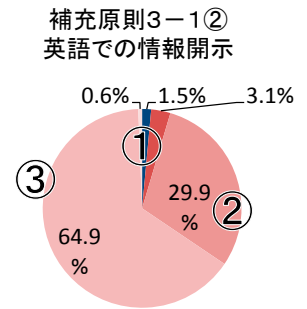
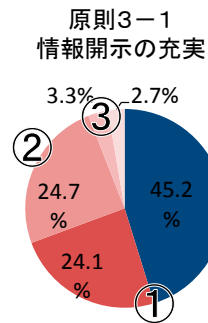
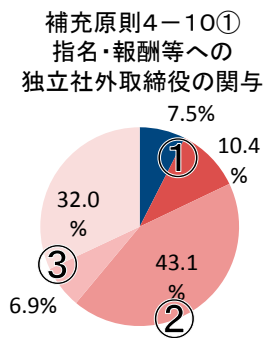
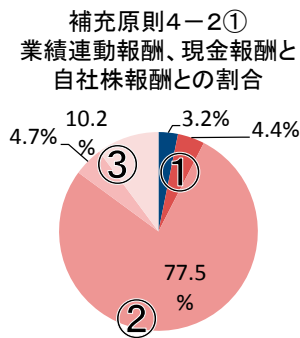
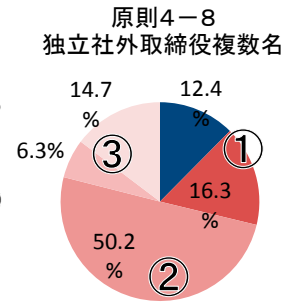
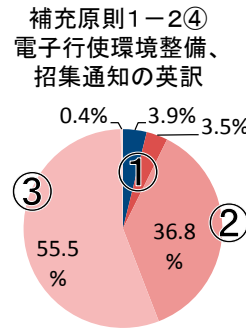
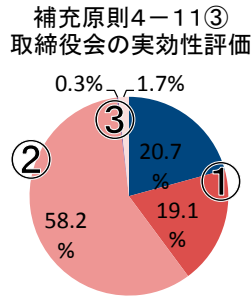
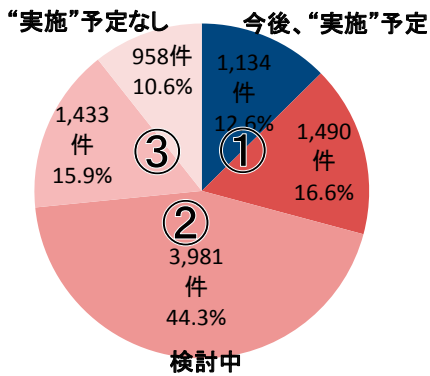
当社は、次の理由から「独立社外者のみを構成員とする会合」を設置しないことといたします。

- ・「独立社外者のみを構成員とする会合」は、取締役のうち社外取締役の人数が少なく、当該意見が反映されづらい環境を是正するために有効と考えますが、**当社は社外取締役を4名選任しており、発言しやすい環境にある**と考えます。
- ・社外取締役はそれぞれ卓越した知見をもっており、それを個々に発揮することが求められていますが、**「独立社外者のみを構成員とする会合」を設置することにより、ある種の共通認識が形成され、当該認識に対する反対意見を述べづらいなど、その独立性を弱める**可能性があります。
- ・社外取締役に対し、当社の重要会議の議事録・報告等と同じ分量・内容で提供し、個人によってばらつきが出ないようにすることで、認識の共有は十分に図られると考えております。

10

(参考)“説明”率が高い原則についての“説明”の分類

【全体】



11

コードの原則に基づく開示状況 (フォローアップ会議で取り上げたもの)

開示を求めるコードの原則(1)

項目	内容
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、 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1-7	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。
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） 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（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 （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。

13

開示を求めるコードの原則(2)

項目	内容
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、 そのための取組み方針 を開示すべきである。
原則4-9	取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、 独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準 を策定・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。
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。
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、 その兼任状況を毎年開示 すべきである。
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、 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。
補充原則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。
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、 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。

14

原則1-4 いわゆる政策保有株式

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、**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。

＜政策保有に関する方針＞

1. 保有していない旨を宣言するもの

例8

当社は、純投資目的以外の目的で、上場株式を**保有しておりません**。

例9

政策保有株式の**保有はありません**。

※ 政策保有をしていない会社は、方針開示は不要とされているため、そもそも開示をしていない例もある

15

原則1-4 いわゆる政策保有株式(つづき)

2. 原則不保有又は解消の方向性を打ち出すもの

例10

当社は、グローバルに活動する金融機関に求められる行動基準や国際的な規制への積極的な対応の一環として、当社グループの財務面での健全性維持のため、保有の合理性が認められる場合を除き、**原則として、政策保有株式を保有いたしません**。保有の合理性が認められる場合は、中長期的な視点も念頭において、保有に伴うリスクやコストと保有によるリターン等を適正に把握したうえで採算性を検証し、取引関係の維持・強化、資本・業務提携、再生支援などの保有のねらいも総合的に勘案して、当社グループの企業価値の向上に繋がると判断される場合を言います。政策保有株式については、定期的に保有の合理性を検証し、合理性が認められる株式は保有いたしますが、合理性がないと判断される株式は、市場に与える影響や発行体の財務戦略など、様々な事情を考慮したうえで、売却いたします。

例11(※)

当社および当社の中核子会社は、政策保有株式について、コーポレートガバナンス・コードを巡る環境の変化や、株価変動リスクが財務状況に大きな影響を与え得ることに鑑み、その保有の意義が認められる場合を除き、**保有しないことを基本方針とする**。保有の意義が認められる場合は、取引先の成長性、将来性、もしくは再生等の観点や、現時点あるいは将来の採算性・収益性等の検証結果を踏まえ、取引先および当社グループの企業価値の維持・向上に資すると判断される場合を言う。上記各社は、保有する株式について、個別銘柄毎に、定期的、継続的に保有の意義を検証し、その意義が乏しいと判断される銘柄については、市場への影響やその他考慮すべき事情にも配慮しつつ売却を行う。一方、その意義が認められる銘柄については、これを保有する。

※ 同社は、政策保有株式の保有意義検証プロセスについて、2015年9月9日付で別途、公表している。

例12

近年、国際金融規制の強化やコーポレートガバナンス・コード導入など、政策保有株式を取り巻く環境は大きく変化しております。当社及びグループ銀行では、このような環境変化を踏まえ、株式保有リスクの抑制や資本の効率性、国際金融規制への対応等の観点から、取引先企業との十分な対話を経た上で、政策投資目的で保有する株式の**残高削減を基本方針とします**。(中略)
なお、経済合理性の検証は、(M社)の株主資本利益率(ROE)目標を基準とした**総合取引RORAを目標値として実施**します。(中略)経済合理性については、検証対象全体を合計した総合取引RORAが目標値を上回っております。なお、個別別には約8割の取引先企業が目標値を上回っております。**目標値を下回る約2割については採算改善を目指しますが、一定期間内に改善されない場合には売却を検討**します。

※ RORAは、Return on Risk-Weighted Assetsの略で、金融機関が取っているリスクに対して収益をどれだけ上げているのかを示す指標

例13

当行では、投資株式のうち保有目的が純投資目的以外の目的であるものをいわゆる政策保有株式とみなし、**保有しないことを原則として**いますが、取引関係の維持等、個別の取引状況に鑑み、新規取得及び保有する必要があると判断した上場株式については、所定の手続に基づき取得及び保有の適切性を検証するとともに、(中略)開示しています。

16

原則1-4 いわゆる政策保有株式(つづき)

3. 方向性は示さないものの、経済合理性を基準として選別するもの

例14

純投資目的以外の目的で上場株式を保有するに当たっては、**投資採算**という観点に立ち、投資先企業との**取引関係の維持・強化**による中長期的な収益の拡大につながるかどうかなど様々な検討を十分に行ったうえで、総合的に判断します。また、純投資目的以外の目的で保有している上場株式のうち主要なものについては、保有の狙い及び合理性を検証し、定期的に取り締役に報告します。

例15

当社グループは、**配当、キャピタルゲイン**の獲得以外に**取引を強化する目的で**、政策保有株式として、**取引先の株式を保有**しております。取引関係の強化によって得られる当社グループの利益と投資額等を総合的に勘案して、その投資可否を判断しております。

例16

原則として、事業運営観点で保有目的があると判断した取引先の株式については保有いたしますが、**取引関係の強化**によって得られる当社グループの利益と投資額等を総合的に勘案して、その投資可否を判断しております。

17

原則1-4 いわゆる政策保有株式(つづき)

<議決権行使基準>

1. 投資先の企業価値向上のみを判断基準とするもの

例17

政策保有株式に係る議決権行使にあたっては、当社の保有する**株式の価値向上に資すると判断する議案であれば賛成し、価値を毀損すると判断するものに対しては反対票**を投じます。

例18

当社は、政策保有株式に係る議決権行使について、**発行会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋がるかどうか**を総合的に判断することとしております。

2. 投資先企業の方針にも配慮するもの

例19

当社は、議決権の行使は、定型的・短期的な基準で画一的に賛否を判断するのではなく、当該**投資先企業の経営方針・戦略等を十分尊重**したうえで、中長期的な視点での**企業価値向上、株主還元向上につながるかどうか等の視点に立って判断**を行います。

18

原則3-1(iv)取締役の選任に関する方針等 補充原則4-11①取締役会のバランス等に関する考え方

原則3-1(iv)

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。

(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

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。

1. 選任・指名の方針

例20(監査役会設置会社)

取締役候補者(社外取締役候補者を除く。)は、会社経営や会社の業務に精通し、会社の業務に貢献でき、かつ、人格・見識に優れている人物とする。

社外取締役候補者は、独立した立場から経営の監視・監督機能を担う役割を果たすとともに、その豊富な知識・経験と高い見識に基づき、会社の企業活動に助言を行うことができる人物とする。

監査役候補者は、人格・見識に優れており、かつ、会社経営や会社の業務に精通している、または法律、財務・会計等の分野における豊富な知見と経験を有する人物とする。

各取締役・監査役候補者の選任・指名の決定手続としては、取締役会議長の提案をもとに、取締役会の決議により決定している。なお、各監査役候補者については、取締役会議長は、監査役会の事前の同意を得た上で、上記提案を行うものとする。

19

原則3-1(iv)取締役の選任に関する方針等 補充原則4-11①取締役会のバランス等に関する考え方(つづき)

例21(監査役会設置会社)

取締役候補者の選定は、当社が食品、アミノサイエンス、医薬などの広い範囲の事業をグローバルに展開していることから、これらの事業活動について適切かつ機動的な意思決定と執行の監督を行うことができるよう、取締役会全体として各事業分野、経営企画、人事、財務・会計、研究、開発、生産等について専門能力・知見を有する社内出身の取締役と、多様なステークホルダーや社会の視点から成長戦略やガバナンスの充実について積極的に意見を述べ問題提起を行うことができる複数の社外取締役により取締役会を構成することを基本方針とし、役員等指名諮問委員会の答申に基づいております。

<知識・経験・能力のバランス>

例22(指名委員会等設置会社)

指名委員会は、取締役候補者の決定に当たり、以下の事項を考慮する。

1. 取締役会の経営監督機能及び意思決定機能の実効性を確保するため、取締役候補者の有する経験や専門知識等の多様性、社外取締役とそれ以外の取締役(執行役兼務者及び当社グループ出身の非執行取締役)の構成比等を考慮する。
2. 取締役会の継続性を保つため、新任の取締役候補者が候補者の全て或いは殆ど全てを構成することとならないよう考慮する。
3. 取締役会に新しい視点や意見が継続的にもたらされるよう、取締役候補者が当社取締役に就任してからの年数や年齢を考慮するものとする。

指名委員会は、原則として、75歳に達した者を取締役候補者としない。但し、特別の場合、75歳以上の者を候補者とする可能性がある。

例23(監査役会設置会社)

取締役会において、その出席者である取締役及び監査役が、経営戦略等の妥当性、実現に当たってのリスク等を客観的、多面的に審議し、この執行状況を適切に監督・監査するためには、より多様な経験、知識、専門性、見識等を有する社内外の者が様々な観点から意見を出し合い精査することが重要であると考えていますので、これの実現を図るために適切な取締役及び監査役を指名します。

また、先任者から後任者への当社の経営や事業に関して得た知識、知見の共有を図るため、社外役員の在任期間に差を設けます。

経営陣幹部については、経営戦略等の立案に必要な事業環境やこれに対応するための当社グループの事業・経営状況の理解及び取締役会が定めた経営戦略等を、強いリーダーシップを発揮し迅速かつ適切に執行できる経験と能力を重視して指名します。

20

原則3-1(iv)取締役の選任に関する方針等 補充原則4-11①取締役会のバランス等に関する考え方(つづき)

例24(監査役会設置会社)

当社は、取締役を10名以下とし、社外取締役は企業経営経験者、**当社が今後成長をめざすグローバル領域、IT分野**等で高い**見識・専門知識**を持つ者等から複数選任しており、取締役会では活発な議論がなされています。取締役の選任・解任については、その検討と取締役会への提案を行う諮問機関として、任意の委員会を設置しており、同委員会は社外取締役が過半数を占めています。

<多様性>

例25(監査役会設置会社)

取締役会における重要な意思決定に際しては、取締役および監査役の**ダイバーシティ(多様性)**が担保されていることが**重要**であり、その**中에서도化粧品メーカーとして女性の価値観および発想が特に重要**であることから、**女性の取締役および監査役の選任が必要**であると考えています。2015年6月末日現在、取締役6名は、●●●グループ以外で経営者としてのキャリアを積んだ者1名、●●●グループでのキャリアを有する者2名、高い独立性を有する社外取締役3名で構成されています。また監査役5名は、●●●グループでのキャリアを有する常勤者2名と高い独立性を有する非常勤の社外監査役3名で構成されています。取締役および監査役計11名は、女性3名、男性8名で構成されています。

例26(監査役会設置会社)

国籍、年齢、性別を問わず、また多様な価値観を受入れ、役割を果たすことができる**多様な人材を積極的に登用する方針**ではありますが、特に**女性枠または外国人枠等の枠を設定する方針ではございません**。

例27(監査役会設置会社)

定款で取締役を15名以内と定めており、取締役会は、**国籍、人種、性別、年齢などにかかわらず**、取締役に**最適と思われる人材**を取締役候補者として選定しています。現在は、企業経営に関する豊富な知識と経験、そしてグローバルな視点を兼ね備えた9名が取締役を務めています。取締役9名のうち3名が独立社外取締役、4名が外国人となっており、取締役会においては多角的な視点から建設的で活発な議論が行われています。

21

原則3-1(iv)取締役の選任に関する方針等 補充原則4-11①取締役会のバランス等に関する考え方(つづき)

<非業務執行性・独立性>

例28(監査等委員会設置会社)

経営と監督の分離のため、**非業務執行者である取締役が過半数**を占める構成としております。

例29(指名委員会等設置会社)

経営の透明性及び監督の客観性を確保するため、取締役総数の**3分の1以上**を**独立社外取締役**とするとともに、**過半数を執行役を兼務しない取締役**とします。

例29-2(監査役会設置会社)

化粧品を中心とした事業をアジアグローバルなエリアで展開し、**意思決定の品質と機動性を損なわず十分な監督機能を確保**し、企業価値の持続的向上を図る上では、**代表取締役(社長執行役員)**のほか、**当社グループの事業に精通した業務執行取締役3名~5名と独立社外取締役複数名**の規模が適正であると考えております。

<適正規模>

例30(監査役会設置会社)

規模については、コングロマリットの中核としての持株会社として必要最小限の構成とすることを基本として、その時々に必要な人材や後継体制などを考慮に入れながら**バランスのとれた適正な規模を確保**してまいります。

例31(監査役会設置会社)

当社は、グループの持続的な成長と中長期的な企業価値向上のため、**実質的な議論を確保するため**には、取締役会の規模は取締役**最大で12名**と考えております。また、業務執行の監督はもとより、経営の意思決定そのものに対する妥当性までの監督・助言を行うため複数の社外取締役が必要と考えます。現在の当社の取締役は8名であり、うち社外取締役が3名となっております。取締役の任期は1年間とし、取締役会は経験や専門分野の異なる多様な人材により構成いたしております。

22

原則3-1(iv)取締役の選任に関する方針等

補充原則4-11①取締役会のバランス等に関する考え方(つづき)

2. 選任・指名の手続

例32(監査役会設置会社)

毎年、**代表取締役が人選し、取締役会での承認**を経て株主総会へ付議し承認を得ております。

例33(監査等委員会設置会社)

経営陣幹部の選任と取締役候補の指名を行うに当たっては、当社または他社での業績、経験、知識、人望等を勘案し、適切な人材を取締役会規則に基づき取締役会にて選任することとしています。また、取締役候補の指名にあたっては、取締役会の多様性確保の観点から、人員の特性にかたよりが出ないように留意し、**取締役会での決定に先立ち独立社外取締役に意見を聞く**こととしております。

例34(指名委員会等設置会社)

当社は指名委員会等設置会社であり、**指名委員会が、取締役の選任および解任に関する株主総会議案**、取締役の選任および解任のために必要な**基本方針、規則および手続等を決定**する権限を有しています。指名委員会は、**次年度の取締役会構成案**、社外取締役の**独立性・中立性の要件等**を決定するとともに、**取締役候補者**の決定を行っています。指名委員会の任務、活動内容等については、第103期事業報告で開示しています。

執行役の選任は取締役会の決議事項であり、**代表執行役CEO**が、理由を付して候補者を取締役会に**提案し、取締役会で選任**しています。

23

原則3-1(iv)取締役の選任に関する方針等

補充原則4-11①取締役会のバランス等に関する考え方(つづき)

例35(監査役会設置会社)

当社取締役会が役員人事を行なうにあたり、法定手続きに加えて、取締役会の独立性・客観性と説明責任を強化すると共に社外取締役の関与と助言および監督を積極的に得るため、取締役会の**任意の諮問機関**として**独立社外取締役全員と代表取締役社長**で構成する「**指名諮問委員会**」(以下「委員会」)を設置し、委員会が人事に係る手続きの適切な行使を監督し助言します。

委員会は、取締役会より、**経営陣幹部(最高経営責任者、代表取締役)の選任案**および**取締役・監査役候補者の指名案**に関し諮問を受けるとともに、個々の選任理由について予め報告を受け、検討に関与し、助言を行ない、その**審議結果を取締役会に答申**します。

また、委員会は、**執行役員を選任案**に関しても、取締役会への付議に先立って報告を受け、**人選の妥当性を確認**します。

取締役会は、これら役員人事に関する議案については、委員会からの答申を受けた後に決議します。委員会は、**取締役会で答申と異なる決定をした場合には、その理由の説明を取締役会に求めることができます。**

なお、本「役員人事に関する方針と手続き」(含む、「役員に求める人材像」、「社外役員独立性判断基準」)は、委員会が取締役会から諮問を受け、妥当性を審議した後に取締役会に答申した内容であり、今後改訂を行なう場合も同様に取り扱いします。

24

原則3-1(iv)・補充原則4-11①に基づく開示(つづき)

<経営陣幹部の選抜プロセス>

例36(監査役会設置会社)

取締役候補者の指名および執行役員の選任は、候補者の妥当性について社外取締役を委員長とする役員指名諮問委員会の答申を得た上で、取締役会の決議をもって決定しています。また、執行役員社長の選任にあたっては、この手続に従うほか、役員指名諮問委員会でのより慎重な検討を行っています。**執行役員社長候補者**は、当社の経営理念や経営戦略の実現などの観点から、あらゆる可能性を排除せずに**社内外から選抜**しますが、この**選抜の段階から社外取締役を委員長とする役員指名諮問委員会およびその委員長が設置する特別部会**において審議を受けています。

例37(指名委員会等設置会社)

新任執行役の選定プロセスでは、**経営幹部候補者研修**を経た執行役候補者に対して、**書類及び面接による1次審査**のうえ、外部の視点と日常接している内部関係者の視点の両方を取り入れた客観性及び妥当性の高い判断を行うために**アセスメントを実施**しております。その結果を踏まえ、**代表執行役及び人事担当執行役で構成される評価会議**において、**執行役候補者群を決定**します。

代表執行役社長は次期執行体制を編成する際、執行役候補者群の中から執行役として適任と判断する者を選択し、次期執行役選定案を作成し、「執行役の担当職務一覧表」と合わせて取締役会へ提出いたします。なお、**指名委員会**は、上記の取締役会提案に先立ち、代表執行役社長から次期執行役選定案を含む、**次期執行体制案及び各執行役の担当職務案**の報告を受け、**プロセスの妥当性**を含めて監督します。

例38(監査役会設置会社)

当社グループは、基礎素材製品を広範な産業に供給しており、豊富な現場経験と深い専門能力をベースに的確な経営判断ができることに加え、受託者責任にもつぎ業務執行から独立して客観的な立場で経営の監督を遂行できることを、社内取締役候補者を指名する場合の基準としています。

社内からの登用に当たっては、**将来の社長を含む経営陣幹部への選任を視野に入れて、取締役候補者を予め計画的に育成**することが重要であり、**業務執行の基幹ポスト**については、取締役候補者の指名基準に準じて**現場経験と専門能力をベースに的確な判断ができること**を選任基準とするとともに、**基幹ポストの中長期的な人事計画を定期的作成し、取締役会が承認**しています。

25

補充原則4-1①経営陣に対する委任の範囲

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。

1. 委任の範囲

例39(監査役会設置会社)

法令及び定款の規定により取締役会の決議を要する事項及び経営上の重要事項については、取締役会で決議することとしており、特に株式・持分や固定資産の取得・処分、融資・保証を伴う**投融資案件**については、信用リスク、市場リスク、事業投資リスクなど様々な**リスクの類型別に金額基準**(総資産の1%を上回らない金額で、リスクの性質に応じ個別に設定)を定め、**この金額基準を超える案件**については取締役会にて審議・決定しています。

例40(指名委員会等設置会社)

・当社の取締役会は、迅速な意思決定と効率的なグループ経営を推進するため、**法令上取締役会による専決事項とされている事項以外の業務執行の法定権限**を執行役又は執行役を構成員とする執行役会に委譲しています。

26

補充原則4-1①経営陣に対する委任の範囲(つづき)

2. 取締役会の役割

例41(監査役会設置会社)

取締役会は**独立した立場から大局的に判断し、新しい価値の創造(イノベーション)を起こす役割**を担い、**客観的かつ長期的な展望で、重要な経営方針・戦略の策定及び決定、業務遂行の監督**を行います。

また、経営の透明性と業務執行と監督の分離を確保するため、執行役員制度を導入しています。執行役員は取締役会から委譲された権限に基づき組織運営を行います。

上級執行役員等で構成される経営委員会では、業務の執行状況と課題の検証、重要案件の審議を行っています。

「コミットメント&アカウンタビリティ」の考え方にに基づき、執行役員は取締役会に、取締役会は株主に達成すべき目標をコミットし、結果責任を果たします。**取締役会は目標達成プロセスをマネジメント**します。

例42(指名委員会等設置会社)

当社は指名委員会等設置会社であり、当社取締役会は、法令の許す範囲で**業務執行の意思決定を執行役に大幅に委任**して経営の活力を増大させるとともに、**経営の監督機能に専念**しております。

取締役会は、経営の基本方針、執行役の選任など、法令、定款および取締役会規則で定められた重要事項の意思決定を行います。取締役会の決議事項、取締役会への報告事項については、具体的に取締役会細則に定めています。取締役会規則および細則は、当社ホームページにおいて開示しています。

27

補充原則4-1③取締役会の実効性評価

補充原則4-1③

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、**取締役会全体の实効性について分析・評価**を行い、その結果の概要を開示すべきである。

1. 分析・評価の方法

例43

2015年6月の定時株主総会で選任された取締役により構成される取締役会は、社外取締役である取締役会議長を中心に、取締役会・各委員会の実効性の評価を、以下のプロセスにて実施しました。

- ・ 取締役会の構成、運営、取締役自身のコミットメント、各委員会の活動等について**全取締役によるアンケート形式**による評価を実施。
- ・ 上記アンケート形式による評価をもとに、**取締役会議長、各委員会議長、CEOその他の取締役**によるさらなる評価を**個別インタビュー形式**にて実施。
- ・ これらの評価の結果について、**取締役会議長を中心に**、国内外のコーポレートガバナンスに高い知見を持つ**外部専門家を交えて分析**を実施。
- ・ その分析結果にもとづき、取締役会・各委員会の実効性の評価の取締役会への報告及びそれを踏まえた機能向上策について、**取締役会において審議及び確認**。

2. 分析・評価の主体

<取締役会>

例44

少なくとも毎年1回、**取締役会において**全ての社外取締役及び社外監査役による**取締役会の実効性についての評価を実施**し、それに基づき**出席者による議論**を行い、取締役会の実効性を高めるための改善につなげます。

<代表取締役等>

例45

当社は、取締役会での発言や担当業務の遂行状況などを基に**代表取締役と経理担当の取締役および人事総務担当の取締役が各取締役を評価**するシステムを採用しています。**取締役会は、この各取締役のパフォーマンス評価結果を参考にしつつ**、中長期的な成長に資する意思決定の質と量を基に**取締役会の実効性を評価**しています。

18

補充原則4-11③取締役会の実効性評価（つづき）

<指名委員会>

例46

指名委員会が各取締役についての評価を実施し、そのうえで取締役会全体としての実効性について分析・評価を行っています。2015年6月20日に開催された当社定時株主総会に提出いたしました取締役選任議案の内容を決定するにあたり、指名委員会は2015年4月に取締役会全体の実効性についての分析・評価を行いました。

<社外取締役会議>

例47

当社は、2014年度の実効性に関し、取締役の自己評価をベースに、社外取締役会議（社外取締役のみが出席）において分析・評価を実施致しました。

<外部専門家の利用>

例48

取締役会は、適切な業務執行の決定および監督機能の点から取締役会の実効性を分析・評価するため、毎年、取締役および監査役に対してアンケートを実施しております。

アンケートは、回答が社内担当者の目に触れることがないよう回答先を外部の法律事務所とし、集計結果の取りまとめおよびその分析を委託しております。

取締役会は、アンケートに記載された取締役および監査役の自己評価の集計結果および法律事務所の外部評価に基づき、取締役会の実効性を分析・評価しております。

例49

取締役会は、取締役会全体が適切に機能しているかを検証するとともに、その結果を踏まえて取締役会の実効性をより高めていくために、取締役会の評価を実施しました。

取締役会全体、委員会（指名諮問委員会及び報酬諮問委員会）、各取締役、各監査役の実効性について第三者機関に委託し、評価を行いました。

また、当社の取締役会の体制が、国内外の競合他社及び国内外の主要なガバナンス・コード記載の原則等と比較し、どのような位置付けにあるのか比較分析を行いました。

29

補充原則4-11③取締役会の実効性評価（つづき）

3. 分析・評価の観点

<構成・運営状況等>

例50

・取締役会の構成

活発な議論・検討、迅速な意思決定を行うにあたり適切な人数であり、また幅広い経験を持つ取締役で構成されております。

・取締役会の運営状況

取締役会への取締役（社外含む）の出席率は100%であり、適切な議論を経て意思決定を行っております。また、社外取締役及び各監査役は意思決定の妥当性・適正性を確保するための助言・提言を行っております。

・提供資料・情報

議案の内容を検討するにあたり、必要十分な資料・情報が取締役に提供されております。また、社外取締役については、議案の検討時間の確保を目的に、資料・情報の事前提供を行っております。

・その他

株主を含むステークホルダーとは、適時適切なコミュニケーションを図っております。

<取締役会の役割・責務>

例51

当社は、当社のみならず最良のコーポレートガバナンスを実現することを目的として、その基本的な考え方を定めた「コーポレートガバナンスガイドライン」を取締役会で決議しています。このガイドラインの中には、コーポレートガバナンスの実効性を高めるために、当社取締役会の職務の執行がガイドラインに沿って運用されているかについて、取締役会は、毎年、自己レビューを行うことが定められています。

2015年度も、4月開催の取締役会において、取締役会の職務の執行について自己レビューを行うとともに、東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードへの対応状況についても自己点検を行いました。

その結果、2014年度の実効性の職務の遂行において、当社「コーポレートガバナンスガイドライン」の各規定に沿わない運用等、問題となる事項は認められませんでした。また、東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードの各原則についても、取締役会として直ちに対応すべき事項は認められませんでした。なお、業務執行における運用上の課題等については速やかにこれに対応することとしています。

※同社の「ガイドライン」では、取締役会の任務のほか、議長、取締役、社外取締役、指名委員会、監査委員会、報酬委員会の役割・責務等について規定

30

補充原則4-11③取締役会の実効性評価(つづき)

4. 分析・評価結果の概要

<評価・進捗状況>

例52

書面調査の回答などから、当社取締役会は、現状の**取締役会が十分に機能**し、結果として**取締役会全体の実効性が確保されていると評価**しております。一方で、より高い実効性の確保に向けて、取締役会における議論や報告資料の内容等、いくつかの面において更に改善を図ることのできる点もある、との認識を共有しています。
 今後は、これら事項の改善を進めるとともに、その進捗につき、次年度以降の取締役会実効性評価の一環としてフォローして行くこととしております。

例53

・平成26年度の取締役会評価結果の概要は以下のとおりです。
 (1)社外取締役が5人に増え、取締役会に加えて委員会の議論にも参加していることで、**取締役会の目的達成度は、昨年より進歩**している。
 (2)本質的な議論を行うための更なる議案の絞込みや、取締役会の審議充実化に資する資料作成・論点設定、執行の説明のあり方及び議論の進め方の更なる向上が求められる。

<今後の課題>

例54

取締役会全体の実効性が十分確保されていることを確認するとともに以下の課題を共有しております。

- ・**社外取締役の1名増員**
- ・重要議案等に関する審議時間の確保と審議内容の充実
- ・社外取締役に対する情報提供の更なる充実

例55

・現在取締役会で扱われる議案には**個別の業務執行案件も多く**、今後、**経営戦略などの重要な案件の議論に、より時間がかけられる体制の構築**が望ましい。

31

補充原則4-11③取締役会の実効性評価(つづき)

例56

一方で、構造改革を終え、グローバル化を加速し成長を追求する成長戦略のもと、長期的な株主価値向上を実現する攻めのガバナンス体制の確立のために、**中長期的な経営課題・成長戦略における主要なリスク等について、取締役会で議論により時間をかける必要があること、そのような議論を可能とする体制を構築する必要がある**ことが、明らかとなりました。
 取締役会は、この評価結果を踏まえて、取締役会において主要事業についての**中長期的な戦略・事業計画の検証を行う定期的な機会**を設け、**事業の方向性を共有**することにより取締役会での議論をより深めることとしています。取締役会の実効性については、**今後とも検討を行い向上**を図ってまいります。

例57

取締役会での**本質的な議論をより活性化**すべく、**議案の選定プロセスの更なる厳格化が必要**であるとの課題も確認・共有しております。

32

補充原則4-14②取締役等に対するトレーニング

補充原則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。

1. 対象者・内容

例58（監査役会設置会社）

社内取締役については、就任時に**財務・会計、コンプライアンス**に関連する外部セミナーを受講し、就任後においても、**対象者の知識・経験等を勘案した外部セミナー・研修の受講、個別コーチング**を通じた知識の習得等を継続的に実施することとしており、会社がこれらの自己研鑽に必要な支援を行います。また、**役員集合研修**や社外講師による**講話・意見交換**等を定期的に行い、取締役に必要な役割を果たすために必要となる情報や知識を提供します。

社内監査役については、経理・財務部門未経験者が就任した際には、**財務会計**に関連する外部セミナーを受講し、就任後においても、**監査手法・CSR・リスクマネジメント・コンプライアンス**等のセミナーの中から、対象者の知識・経験等に合った内容を受講することとしており、会社がこれらの自己研鑽に必要な支援を行います。

社外取締役及び社外監査役については、当社グループや航空業界に対する理解を深めるために、就任時に**当社グループの業務内容の説明**を行い、就任後においても**空港・整備・運航・客室等の現場や施設の視察**をする機会を設けています。また、航空業界の基本知識に係わる講習や、主要なグループ各社の事業内容の説明等を継続的に実施しています。

例59（監査役会設置会社）

社外取締役および社外監査役については、専門分野や企業経営に関わった経験の度合いがそれぞれ大きく異なることから、**個々のバックグラウンド等を踏まえて個別に対応**しています。

例60（指名委員会等設置会社）

当社では、取締役・執行役がその職責を十分に果たせるようにするため、社外専門家による**法務・財務等の研修、メディアトレーニング**等の各種トレーニングを適宜実施するとともに、必要に応じて社外の研修会に参加することとしています。また、社外取締役に対しては、当社の事業内容や組織、経営課題について説明を実施するとともに、適宜当社発電所や事業所等の視察を実施するなど、当社事業への理解を深める機会を提供することとしています。

33

補充原則4-14②取締役等に対するトレーニング（つづき）

例61（監査等委員会設置会社）

取締役（社外取締役を除く）に対しては、就任時に所管部門から取締役としての義務・責任を中心とする事項に関する説明を実施するとともに、就任後も社外有識者による講義等の機会を提供するほか、第31条に定める**取締役会全体の実効性に関する分析・評価の結果に基づき**、必要と認める場合には**適宜適切なトレーニング**の機会を設けるものとする。

2. タイミング

例62（監査役会設置会社）

(1)当社は**役員就任時**にその役割・責務（遵守すべき法令・ルール含む）に関する教育を実施する。

- 1)企業理念（●●●●● GROUP VISION、CSR方針等含む）
- 2)事業・財務・組織等に関する必要な知識
- 3)役員の義務と責任（遵守すべき法令・ルール、コーポレートガバナンス・コード）
- 4)内部統制システム

(2)当社は必要知識習得や**適切な更新**の機会提供・斡旋を行い、その費用の支援を行う。

- 1)社内役員研修会の開催
- 2)外部講師招聘による講習会・講演会の開催（法令・コンプライアンス・安全・品質・技術等）
- 3)所属団体が開催する各種大会、講演会、見学会及びその他の外部セミナー等への参加

例63（監査役会設置会社）

取締役を対象に、人脈形成、経営者の視点・視野・視座の向上、グローバルリーダーの心構えを構築することを目的に**四半期に1回**、勉強会を実施しております。

34

補充原則4-14②取締役等に対するトレーニング(つづき)

3. 実施状況の開示・報告

例64(指名委員会等設置会社)

取締役を対象とした研修会等は、取締役からの要望をふまえ、随時企画・実施しています。新任の社外取締役については、当社取締役への就任に備え、会社概要、企業理念、経営状況、コーポレートガバナンスに関する事項および各種役員関連規程等の説明を、就任前に実施しています。さらに就任後は、当社への理解を深めることを目的に、当社の事業活動、医薬品業界の動向、当社の経営環境等について、担当する執行役による説明会や事業所の視察等を早期に実施しています。

また、取締役および執行役を対象としたコンプライアンス役員研修会を定期的に行っています。

新任の執行役については、執行役の役割や義務、責任、会社との契約形態および執行役として知っておくべき法的知識の修得を図ること、当社役員関連規程への理解を図ること、また、エグゼクティブとしてのリーダーシップを高めることに資する知識・スキルの修得を図ることを目的として、就任後、速やかに新任執行役研修を実施することとしています。

なお、2014年度の役員研修会の**実施状況**については、当社第103期**事業報告において開示**しています。

例65(監査役会設置会社)

経営企画室長は、取締役および監査役へのトレーニングの**実施状況を毎年取締役会に報告**します。

平成27年10月20日

コーポレートガバナンス・コードへの対応状況と今後の会議の運営方針

「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（1）

1. これまでのコーポレートガバナンス・コードへの対応状況

（高い実施（コンプライ）率）

本年6月のコーポレートガバナンス・コードの適用開始を受け、各上場会社によるコーポレート・ガバナンス報告書の提出が進んでいる。これまでのところ、各原則が実施（コンプライ）されている率は高く、独立社外取締役の導入が進んでいるほか、株式の政策保有に関する方針の開示も進捗が見られる。

これらの高いコンプライ率等が、真に実質を伴ったものとなっているのは、本フォローアップ会議においても、更に検証していく必要があるが、同時に、企業と投資家との間における対話の過程においても、深度ある建設的な議論が行われることを期待したい。

（エクスペレインへの取組み）

これまで提出されたコーポレート・ガバナンス報告書に関して、コンプライすることを所与のものとして、説明（エクスペレイン）することを躊躇する傾向も見受けられるが、形だけコンプライするよりも、コンプライしていない理由を積極的にエクスペレインする方が、評価に値するケースも少なくないとの指摘が多く出された。一方、現状では、例えば、当社においてはむしろコンプライしない方が企業価値の向上につながるという形での、踏み込んだエクスペレインが足りていないのではないかという指摘もなされた。

また、コンプライしつつ、あわせて具体的な取組みについてエクスペレインしているものもあり、こうした姿勢は企業と投資家との間の建設的な対話に資するものであることから、他の企業においても参考とされていくべきではないかとの指摘があった。

エクスペレインの方法等については、以上のような指摘等を踏まえ、各企業において更なる工夫が行われていくことを期待したい。

2. 今後のフォローアップ会議の運営方針

今後のフォローアップ会議の運営については、当面、月1回のペースで開催し、その都度、テーマを設けて、

- ・ ガバナンス体制の強化が、形式だけでなく、実質を伴ったものとなっているか
 - ・ ガバナンス体制の強化が中長期的に経済の好循環につながっていくものとなっているか
 - ・ 企業と投資家の対話が建設的な形で進んでいるか
- といった観点から議論・検証することとする。

今後の議論の中で、コードの趣旨に照らして、注意喚起をしておくことが適当と考えられる事項や、ベストプラクティスと考えられる事例等が出てきた場合には、その都度、機動的にフォローアップ会議としての意見書を取りまとめ公表することとしたい。

内外の関係者において、フォローアップ会議で議論・検証されるべきと考えられる事項、その他コーポレートガバナンスの更なる充実等に関する意見があれば、事務局までお寄せいただきたい*。

* 意見募集の詳細については、金融庁ウェブサイトを（下記リンク）を参照。
<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20150924-1.html>

なお、9月24日の第1回フォローアップ会議においては、以下の問題提起があったが、これらについては、更にフォローアップ会議において議論を重ねていくこととしたい。

- ・ 取締役会の役割
 各企業の取締役会が、コーポレートガバナンス・コードに言う「独立した客観的な立場（原則4-3）を真に実現している」と表明するためには、単に独立社外取締役の設置ということにとどまらず、監督と執行の分離のあり方等を含めたガバナンス全体のあり方についての真剣な検討と、それに基づいたガバナンス体制の全般的な見直しが必要となるはずである。こうした検討や見直しは、どこまで各企業において行われているのか。
- ・ 経営陣トップの選解任
 コーポレートガバナンスを考える上で、経営陣トップの選任や解任は極めて重要な問題である。後継者計画（サクセッションプラン）の策定や、それに基づく経営陣トップの選任・解任はどのように進めていくべきなのか。
- ・ 株式の政策保有
 株式の政策保有の水準は、歴史的に見ると、ピーク時（1990年代初頭）に比べ低水準にあるが、現在でも、なお一定の水準にある。金融機関については政策保有の方針の開示が進んでいるケースも見られるが、事業法人による対応等も含め、今後の推移等はよく検証していく必要があるのではないか。

- ・ 企業と機関投資家との対話
 機関投資家には、企業経営者に「気づき」を与えるような、企業との質の高い対話が期待されているにも関わらず、現状において、国内における対話はそのような水準に達していないのではないか。また、資産運用者（アセット・マネージャー）に運用を委託している資産保有者（アセット・オーナー）としての機関投資家の役割も重要ではないか。さらに、議決権行使助言会社の推奨やその活用のあり方についても、検証していく必要があるのではないか。

平成 28 年 2 月 18 日

会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方

「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(2)

I. はじめに

コーポレートガバナンス・コード(「コード」)の導入を受け、3,500社を超える上場会社において、コーポレートガバナンスのあり方についての検討が行われ、昨年12月末までに、約7割にあたる2,500社を超える上場会社が、コードへの対応状況を公表した。

これまでに公表されたコードへの対応状況を見ると、東証第一部・第二部に上場している会社の開示によれば、約8割の会社が原則の9割以上をコンプライ(実施)するなど、各原則は高い比率でコンプライされている。また、コードが求める開示やエクスペレイン(説明)の内容を見ると、企業におけるコーポレートガバナンスへの取組みを真摯かつ分かりやすくステークホルダーに伝えようとする意思の伝わってくる開示も多く見られる。このように、コードの導入を期に、コーポレートガバナンスの向上に向けた動きが広がっている。

このうち、取締役会を巡る動きを見ると、その監督機能のあり方が議論され、2名以上の独立社外取締役の選任を行う上場会社が東証第一部全体の約半数に達し、監督機能の一層の発揮を目指してモニタリング型に移行する例も見られるなど、大きな変化が起きている。一方、コードの適用直後というところもあり、例えば、多くの上場会社が取締役会の実効性の評価についてはこれから取り組むとしていくなど、コードに対応して、如何に取締役会を構成し、運営し、評価し、改善していくかについては、これから取組みが本格化していくところである。また、スチュワードシップ・コードに基づき投資家と上場会社との対話を通じたコードの適用の状況の確認も、これから本格化していくところである。

本意見書は、各企業における今後の取組みや投資家との対話に資するよう、これまでの上場会社によるコードへの対応状況を踏まえ、コードの諸原則のうち、取締役会のあり方に関し、「形式」的な対応ではなく、「実効」的なコーポレートガバナンスを実現していく上で、現時点で重要と考えられる視点を示すものである。

II. 企業を取り巻く経営環境の変化と取締役会のあり方

上場会社を取り巻く環境がグローバル化、技術革新の進展、少子高齢化、社会・環境問題への関心の高まりなどにより大きく変化し続ける中、会社が直面する経営上の課題も複雑化しており、日本の企業の多くが、必ずしもこうした変化に即応できていないのではないかと指摘されている。

このような経営環境の変化や経営課題の複雑化に対応しながら、上場会社が持続的に成長し、中長期的に企業価値を向上させていくためには、経営陣が、最高経営責任者(CEO)を中心として、絶え間なく、先見性のある、適確な経営判断を行っていくことが重要である。このためにも、取締役会が行うCEOの選解任は、上場会社にとって最も重要な戦略的意思決定であり、選解任を適切に行うため、そのプロセスには、客観性・適時性・透明性が強く求められる。

また、取締役会は、CEOの選解任のほかにも、経営理念の確立や経営にかかわる戦略的な方向付けを行い、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境を整備し、実効性の高い監督を行うという重要な役割・責務を担っており、経営陣とともに会社におけるリーダーシップを発揮することが求められている(原則4-1~3)。取締役会が、その独立性・客観性を確保しつつ、経営環境や経営課題に適切に対応して、このようなリーダーシップを十分に発揮していくためには、課題に対応するために必要な資質・多様性を備えた構成をとるとともに、運営にあたっては、経営戦略やこれに適った経営陣幹部の選解任など戦略的な議論を充実させることが求められている。

さらに、経営課題への適確な対応等の観点から、取締役会の実効性について継続的に評価を行い、こうした評価について情報開示・説明を行うことにより、PDCAサイクルを実現し、取締役会の機能の向上を絶えず図っていくことが求められている。

1. 最高経営責任者(CEO)の選解任のあり方(補充原則4-1③、4-4-3①等)

競争の高まりと、不連続かつ急激な環境変化の下では、CEOの能力が会社の命運を左右する。最高経営責任者(CEO)の選解任は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現していく上で、上場会社にとって最も重要な戦略的意思決定であり、そのプロセスには、客観性・適時性・透明性が求められる(補充原則4-3①)。

- (1) 日本企業に最も不足しているのはCEOとして、資質を備えた人材であるとの指摘がある。こうした課題へ対処するため、CEO候補者の人材育成及びCEOの選任には、中長期的な観点から、十分な時間と資源をかけて取り組むことが重要である。また、選任のための後継者計画の策定及び運用（補充原則4-1③）にあたっては、社内論理のみが優先される不透明なプロセスによることなく、客観性・適時性・透明性を確保するような手続が求められる。

このような観点から種々の取組みを進めている上場会社がある。

(取組みの例)^(注)

- ・ 企業の中長期的な戦略を踏まえ、将来のCEOに求められる資質（あるべき像）を十分に議論する。また、議論の結果を社内で共有する。
- ・ 取締役会において、CEOとなりうる人材の育成方針を定め、その方針の下、早期の段階から候補となりうる者を複数選定し、必要となる実務経験を積ませつつテストを行うことにより、候補を入れ替えながら、人材を育成する。
- ・ 取締役会において、CEOの候補者複数名を明らかにし、十分な時間をかけ、取締役会が候補者の資質を見極めるようなプロセスを設ける。その際、社内のみならず、社外の人材にも目を向ける。
- ・ 独立社外取締役の十分な関与を得るため、指名委員会、指名にかかると任意の諮問委員会（補充原則4-10①）や、エグゼクティブセッション（独立社外者のみを構成員とする会合（補充原則4-8①））を活用する。

- (2) 適切に会社の業績等の評価を行ったうえで、CEOに問題があると認められるような場合には、CEOを解任できる仕組みを整えておくことが必要である。その際にも、取締役会が適時・適切にCEOを解任できるように、取締役会の経営陣からの独立性・客観性が十分に確保されていることが重要である。

2. 取締役会の構成（原則4-7～9、4-11等）

経営環境の変化や経営課題の複雑化に対応して求められる役割・責務を果

^(注) 本意見書で紹介する「取組みの例」は、コードの実効性を確保していく上で重要と考えられる事項に関し、フォーアアップ会議において紹介された取組み例等を参考として示したものであり、これらが新たに形式的なルールを構成することにならないよう留意する必要がある。

たしていくため、取締役会は、必要とされる資質・多様性を備えるとともに、独立性・客観性を確保していくことが重要である。

- (1) 取締役会の構成（原則4-11）について、これまでのコードの実施状況を見ると、会社の事業・ステージ、経営環境や経営課題に応じて、取締役会メンバーの資質のバランスや多様性を充実にさせる取組みが見られるところであり、このような取組みが会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を後押ししていくことが期待される。

(取組みの例)

- ・ 自社が成長分野と位置づけている分野における専門家等の選任
 - ・ 自社と異なる事業分野における経験・見識を持つ経営経験者等の選任
 - ・ 国際的な事業展開のためグローバルな人材の選任
- (2) 各上場会社による独立社外取締役の選任は着実に増加しており、取締役会の3分の1以上の独立社外取締役を選任している企業も東証第一部上場会社の1割以上に上っている。ステークホルダーの関心は、独立社外取締役の人数の増加だけでなく、その資質のバランスや多様性の充実に移ってきている。経営環境や経営課題に応じ、例えば社内では得られない知見や経歴を基に、中長期的な企業価値の向上に向けた経営戦略や経営陣幹部の選解任についての議論を含め、取締役会の役割・責務の発揮に積極的に貢献できる資質を持った独立社外取締役が、より多く選任されるよう、一層の取組みが期待される。

- (3) また、取締役会の独立性・客観性を一層確保するため、更なる取組みを行っている上場会社があり、このような取組みが上場会社の取締役会の独立性・客観性を向上させていくことが期待される。

(取組みの例)

- ・ 監査役会・監査等委員会設置会社を中心に、指名・報酬等にかかると任意の諮問委員会等を活用する（補充原則4-10①）。その際、独立社外取締役を過半とし、委員長を独立社外取締役にする。
- ・ CEOと取締役会議長を分離する。
- ・ 米国における事例も踏まえ、取締役会と経営陣の実効的な役割分担を図るため、筆頭独立社外取締役を設置する。
- ・ 独立社外取締役の選任プロセス自体に独立社外取締役が主体的に関与する。

(4) 監査委員会・監査等委員会（以下「監査委員会等」）が業務監査・会計監査等の重要な役割・責務を適切に果たすためには、監査委員会等が独立性・客観性を確保する必要がある。委員長を独立社外取締役とすることは、監査委員会等の独立した客観的な立場を高めることに資する取組みと考えられる。

(5) 取締役会や監査委員会等の独立性・客観性が実質的に確保され、その機能が十分に発揮されるか否かは、しほしほ、CEOが、取締役会等の「独立した客観的な立場」という特性を、経営判断等を行う上で活かす意思があるかどうかにかかっている。こうした観点からも、CEOの選解任は、上場会社にとって重要な課題である。

(6) コードでは、取締役会の構成に関する考え方や、取締役候補の指名や経営陣幹部の選任に関する方針・手続の開示、個々の選任・指名についての説明（補充原則4-11④、原則3-1(iv)(v)）が求められている。このような開示や説明の内容は、各上場会社が、経営環境や経営課題に対応して、如何なる取締役会の構成をとること等により取締役会が求められる役割を果たしていることとしていくかが具体的に分かるようものとなっていることが重要である。

3. 取締役会の運営（原則4-8、4-10、4-12~14等）

上場会社やその企業集団が経営環境の変化や経営課題の複雑化に対応していくためには、取締役会における戦略的な方向付けや会社の業績の適切な評価等に関する議論を充実させていくことが重要である。

(1) 取締役会は、経営環境の変化と経営課題の複雑化に対応しながら、経営陣を監督し、また、経営陣とともに求められるリーダーシップを発揮していく観点から、以下のような議論を充実させていくべきである。

- ・ 戦略的方向付けとこれに基づく具体的な経営戦略や経営計画
- ・ 会社の業績の適切な評価とこれに基づく経営戦略等の見直し及び経営陣幹部の選解任・報酬の決定
- ・ 内部統制・リスク管理体制の整備

(2) 取締役会において、このような議論を充実させていくためには、論点の明確化、議案の絞り込みや十分な審議時間の確保など（補充原則4-12①）、運営上の工夫が必要である。

（取組みの例）

- ・ 議案について、効果的に取締役会の意見を引き出されるよう、論点・問題意識を明確にする。また、その際、取締役会議長が適切にリーダーシップを発揮する。
- ・ 事業活動上、戦略的に重要と考えられる議案については、金額基準にとられず、取締役会で議論を行う一方で、議案数を絞り込むため、経営陣に委任することが適当な業務執行の決定権限については、委任を適切に進める。
- ・ 取締役会の議案として、「報告事項」、「決議事項」に加え、「審議事項」を導入し、重要なテーマについて決議に先立って取締役会で議論する。
- ・ 中長期的な戦略を議論するために必要な経営・財務情報を、適時に取締役会に対して報告する。
- ・ 各議案についての議論が実質的に行われるよう、議案1件ごとに適正な審議時間を確保する。
- ・ 取締役会の適切な運営を支えるための人員体制の充実を図る。

(3) 社内取締役が業務を執行する場合、取締役会において、担当する業務の執行者としての立場からの参画に終始するケースもあるとの指摘がある。社内業務執行取締役は、執行者としての役割にとどまらず、取締役として業務執行全体や他の取締役の職務の執行の監督等を行う役割も担っていることについて、認識を深めるべきである。

(4) 取締役会において独立社外取締役が戦略的方向付け等の議論に貢献できるよう、環境整備を行うことが必要である。

（取組みの例）

- ・ 独立社外取締役への報告・情報提供の工夫を行う。
- ・ 独立社外取締役に、時期（就任時、就任後）、会社の状況等に応じた適切なトレーニングの機会を提供する（原則4-14）。
- ・ 独立社外取締役と会社の状況に通じた常勤監査役等との間での情報交換を行う。
- ・ エグゼクティブセッションを活用する。
- ・ 独立社外取締役から取締役会の議案を募る。

- (5) 独立社外取締役の役割・責務として、少数株主をはじめとする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（原則4-7（iv））が重要である。
- (6) 不祥事防止の観点から、内部通報は最後の防波堤であり、こうした内部通報の機能を十分に発揮させるためには、例えば、社外取締役・社外監査役を内部通報のレポートラインとするなど、経営陣から独立した窓口で情報が伝達される仕組みを整備することが適切である。

必要である。

- (3) 取締役会が、その資質・多様性や運営を充実させていくためのPDCAサイクルを実現するに際しては、自らの取組みや実効性の評価の結果の概要について、ステークホルダーに分かりやすく情報開示・説明を行うことが重要である。

Ⅲ. おわりに

多くの上場会社において、現在、6月の株主総会に向けた取締役候補の検討や、取締役会の実効性の評価への準備が始まっているところである。各上場会社におかれては、本意見書を参考に、資質とリーダーシップを有する取締役を計画的に育成・選任し、独立性・客観性を備えた取締役会を構成すること、また、取締役会の適確な評価を行うことにより、取締役会の実効性向上に向けたPDCAサイクルを作り上げていくことが期待される。

このような各上場会社によるコーポレートガバナンスの充実に向けた真摯な取組みが、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上、ひいては日本経済の好循環を実現していくことを期待し、本意見書の結びとしたい。

4. 取締役会の実効性の評価（原則4-11）

取締役会の資質・多様性やその運営を充実させていくための取組みが有効に行われているかなど、取締役会全体としての実効性の評価を行い、次の取組みに継続的につなげていくことが重要である。

- (1) 本年5月末をもってコード適用開始から一年が経過することから、各上場会社において、取締役会の構成や運営状況等の実効性について、適切に評価を行うことが期待される。評価の実施に際しては、企業の置かれた状況に応じ、様々な取組みが考えられるが、取締役会メンバー一人一人による率直な評価がまずもって重要となると考えられる。

（取組みの例）

- ・ 各取締役は、各自の取締役会への貢献について自己評価を求めるとともに、取締役会がその役割・責務を十分に果たしているか、より実効性を高めるためのどのような課題があるかについても聴取する。
- ・ 指名委員会や独立社外取締役のみによる会合も活用するなど、独立社外取締役の主体的な関与を確保する。
- ・ 任意の委員会も含め、取締役会に設置された各委員会の運営状況等も評価の対象とする。
- ・ 英国における経験も踏まえ、評価の独立性・客観性をより高める観点から外部の眼も入れた評価を行う。また、評価機関との利益相反関係の有無を明らかにするため、その名称の公表を行う。
- (2) 取締役会の実効性を適確に評価するためには、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、取締役会が果たすべき役割・責務を明確化することがまずもって求められる。その上で、評価の実施にあたっては、こうした役割・責務に照らし、取締役会の構成・運営状況等が実効性あるものとなっているかについて、実質的な評価を行うことが

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

日本版スチュワードシップ・コード —英国コードとの比較を中心として—

2016年3月25日(金) 15:00~17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
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	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
森本	滋	同志社大学大学院司法研究科教授

【報 告】

日本版スチュワードシップ・コード—英国コードとの比較を中心として—

東京大学大学院法学政治学研究科教授
神 作 裕 之

目 次

- | | |
|---|----------------------------------|
| I. 背景—機関投資家のエンゲージメント | IV. 日本版スチュワードシップ・コード |
| II. 日本版スチュワードシップ・コードの経緯 | 1. スチュワードシップ責任の意義 |
| 1. 策定の経緯 | 2. スチュワードシップ・コードの目的と性質 |
| 2. 「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守せよ、さもなければ説明せよ）」規範の導入 | 3. 対象となる機関投資家の範囲 |
| 3. 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景 | 4. 概要—7原則 |
| III. 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要 | 5. 英国スチュワードシップ・コードと比較した場合の特徴 |
| 1. 意義及び目的 | 6. エンゲージメントと金商法上の論点 |
| 2. 沿革 | V. スチュワードシップ・コードの意義と問題点 |
| 3. 2012年英国スチュワードシップ・コードの改訂について | 1. スチュワードシップの意義と問題点 |
| 4. 概要—7原則 | 2. 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの意義と問題点 |
| 5. 特徴 | VI. 実態 |
| | VII. 近時の金融行政の動向
討論 |

○前田 定刻になりましたので、3月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、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の座長をお務めになりました東京大学の神作裕之先生より、「日本版スチュワードシップ・コード—英国コードとの比較を中心として—」というテーマでご報告をいただくことになっています。

それでは、神作先生、どうぞよろしくお願いたします。

○神作 ただいまご紹介いただきました東京大学の神作でございます。本日は、ご報告の機会を与えていただき、ありがとうございます。レジュメに従ってご報告させていただきたいと思います。

I. 背景—機関投資家のエンゲージメント

スチュワードシップ・コードの策定という議論が出てきた背景について、最初に少し話をさせていただきます。

2つ大きな背景があると思います。第1に、機

関投資家のエンゲージメントにより企業価値が向上するという期待です。ただし、これは後ほど英国コードをご紹介する際にまた述べますけれども、英国コードは、機関投資家のエンゲージメントにより企業価値が向上するということは直接的には言っていません。機関投資家のエンゲージメントによりコーポレートガバナンスの質が上がるということは言っていますけれども、日本版スチュワードシップ・コードの特徴は、エンゲージメントと企業価値の向上を直接的に結びつけているという点にあると思います。しかし、株主が株主権を適切に行使することによって企業価値が向上し得るという考え方自体は、恐らく一般的に広く認められている考え方ではないかと思えます。

第2に、機関投資家によるエンゲージメントが不十分であるという認識があると考えられます。そこで以下では、機関投資家によるエンゲージメントが不十分であるという認識の背後にある理由について少し述べさせていただきます。

① 機関投資家の「受動的な」投資戦略

第1は、多くの機関投資家がパッシブ(受動的)な投資戦略をとっていることです。分散投資を行い、かつインデックス投資を行う。そこでは、「ウォール・ストリート・ルール」と呼ばれる行動パターンがあり、保有する株式を売却するか、それとも保有し続けるかという選択があるのであって、保有している株式について議決権を初めとする株主権をどのように行使するかということについてはあまり関心がないという問題があります。また、コスト・ベネフィットの観点から言っても、特に市場のパフォーマンスに連動させるということになりますと、ポートフォリオに多数の銘柄を組み込むことになりますので、それについて逐一エンゲージメントをしているというのは合理的ではない。したがって、「合理的な無関心」という観点から、むしろエンゲージメントに積極的でないということが正当化されると思えます。

次に、ポートフォリオに組み込まれた銘柄が、一国のみならず、世界各地の株式会社の株式であ

るという場合には、そもそもよりよいエンゲージメントを行うための情報があるのかという問題点があります。適切なエンゲージメントを行うためには、それぞれの国の会社法を初めとするコーポレートガバナンスの枠組みを本当はきちんと学び、研究する必要があると思えます。

また、エンゲージメントをしたところで、ポートフォリオに組み込まれた株式は投資先企業の発行済株式総数からすれば一部にしかすぎないわけですし、そのような会社についてエンゲージメントを行って仮に当該会社の株式価値が上昇したとしても、フリー・ライドの問題が生じます。

このようなエンゲージメントに対して構造的な問題を抱えるパッシブな投資戦略を持つ機関投資家の株式保有比率は増大しつつある。このような背景がスチュワードシップ・コードの背景にあります。

② 機関投資家の株式保有期間の短縮化

第2の理由として、機関投資家の株式保有期間が短縮化する傾向にあるということが指摘されています。資料4ページのグラフは「IMPACT ASSESSMENT」と題する文献から引いたものです(IMPACT ASSESSMENT, Accompanying the document PROPOSAL FOR A DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on 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 and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain'), SWD(2014) 127 final)。特に東京市場はその傾向が顕著です。日本の株式市場はかつては中長期の投資家が多いことが特徴だといわれていたのですけれども、今はほぼグローバルの平均レベルと言えます。機関投資家の株式保有期間の短縮化は、機関投資家が中長期的な観点からのエンゲージメントを行いがなくなっている根拠の一つとして挙げられています。

③ 海外機関投資家の保有比率の上昇

そもそも海外機関投資家は、議決権の行使が難しい。ましてやエンゲージメントを行うのは非常に難しいという状況にあります。EUにおいては、外国人の株式所有比率は44%で日本よりも高いわけですが、日本でも、上場企業の外国人所有比率は31.7%と相当の割合に達しています。

なお、この点に関しましては、全国株懇連合会が2015年11月13日に、「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」を策定しました。このガイドラインでは、株主名簿上は株主ではない海外の機関投資家が日本の株式会社の株主総会に出席する方法がないかどうかということで幾つかの可能性を挙げて検討しています。日本では、海外機関投資家の株主総会への出席については、全国株懇連合会のガイドラインによって改善の努力がされています。

④ 株式の持合

今までの議論は、機関投資家がある程度の割合の株式を持っていることを前提とするものです。けれども、そもそも株式の所有が持合株式を中心とするような状況ですと、スチュワードシップ・コードの議論はいわば空振りになってしまう可能性があります。スチュワードシップ・コードは、あくまでも機関投資家を名宛人とした議論ですので、そうすると、そもそも持合株式が広く存在していると、株主とりわけ機関投資家による実効的な議決権行使やエンゲージメントが妨げられているのではないかと、という議論があります。

この点について、日本ではむしろコーポレートガバナンス・コードのほうで若干の対応をしています。すなわち、政策保有株式に関する方針を明らかにすることがコーポレートガバナンス・コードの原則1-4でうたわれており、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、将来の見通しを検証して、これを反映した保有のねらい・合理性についての具体的な説明をすることを

求めています。また、上場会社は、政策保有株式に係る議決権行使について適切な対応を確保するための基準を定め、それをディスクロージャーすることも求められています。

この点について日本で注目すべき動きは、コーポレートガバナンス・コードのみならずむしろ銀行規制との関係から来ているものと思われますけれども、2015年11月に3メガバンクが政策保有株式削減に向けた具体的な取組み方針、数値目標を公表しました。それによると、3メガバンクは、今後5年程度かけて取得原価ベースで2兆円規模、時価ベース4兆円を超える株式を売却する見込みであるとのことでした。

これらはスチュワードシップに直接かかわる問題ではありませんけれども、株式の持合によって株主とりわけ機関投資家の実効的な議決権行使が妨げられているとすると、このような障害と申しますかハードルが多少なりとも低くなるということは、スチュワードシップ・コードにとっても非常に大きな関心事となります。

⑤ インベストメント・チェーン問題

インベストメント・チェーン問題とは、最終株主あるいは最終投資家が議決権を行使したり、あるいは議決権の指図をしたりすることが、最終投資家と投資先企業との間にさまざまな機関が介在することによって、現実問題としては非常に難しくなっているという現象です。言葉を変えて言うと、最終投資家と投資先企業の間、資産保有者、資産運用者、カストディアン、議決権行使助言会社などさまざまなプレイヤーが介在して、さまざまな機能を提供し、最終的に投資判断や株主権の行使がなされるという状態です。介在する機関の間に国境が存在することも少なくなく、とりわけインベストメント・チェーンは国境をまたぐ場合に問題がさらに複雑化します。

バリーとミーンズは、1930年代に株式会社における「所有」と「経営」の分離ということを使ったわけですが、近年は「所有」と「所有」の分離ということが言われています。これは、株

主権の行使や投資判断に係る権限がアンバンドリング（分解）するという現象ですけれども、具体的に言いますと、最終投資家がアセットオーナー（資産所有者）と呼ばれる機関投資家に資金を拠出する。このアセットオーナーはアセットマネージャー（資産運用者）に運用を委託する。そして、アセットマネージャーの指図に基づき運用され、例えば資産保管者が海外の株式についてのノミニーとなり、投資先企業の国に存在するローカルなカストディアンがインベストメント・チェーンの最後の鎖として投資先企業に投資する。このような直接的な投資の鎖のほかに、スチュワードシップ責任に焦点を絞ると議決権行使助言会社が非常に重要な役割を果たしています。と申しますのは、冒頭に述べた機関投資家のパッシブ運用の普及に伴い、機関投資家等は議決権行使助言会社のアドバイスに従って議決権を行使するという状況が増加しているからです。

このような状況のもとで、機関投資家による株主権の行使を実効的に行うためには、インベストメント・チェーン全体を視野に入れた構想なり枠組みを考える必要があります。スチュワードシップ・コードの大きな特徴の一つとして、今申し上げたようなインベストメント・チェーンの存在を前提に、それが存在しても機能する仕組みを構想しようとしている点があります。詳細は、後ほど申し上げます。

続いて、日本版スチュワードシップ・コードの経緯について簡単に振り返ってみたいと思います。

II. 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

1. 策定の経緯

2013年8月に「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」が設置され、5回の検討会を経て12月26日にパブリックコメントに付する案がまとまり、パブリックコメント手続が行われました。パブリックコメントを受けて2014年2月27日に日本版スチュワードシップ・コードが確定しました。

日本版スチュワードシップ・コードに関する有

識者検討会は金融庁に設置されました。

2. 「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守せよ、さもなければ説明せよ）」規範の導入

スチュワードシップ・コードの大きな特徴の一つは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」という規範を導入した点にあります。平成26年改正会社法によって、コンプライ・オア・エクスプレインという考え方が日本の場合には法規範として導入されており、日本版スチュワードシップ・コードもほぼそれと並行する形でコンプライ・オア・エクスプレインというルールをソフトロー上の規範として導入しました。

なお、現在は、コーポレートガバナンス・コードで一番重いサンクションは上場廃止です。コーポレートガバナンス・コードは、上場廃止になり得るというサンクションによってコンプライ・オア・エクスプレインがエンフォースされているといえます。このように、コンプライ・オア・エクスプレインのルールは、現在では、会社法およびスチュワードシップ・コードだけではなく、金融商品取引所の策定したコーポレートガバナンス・コードにおいても採用されていますけれども、コンプライ・オア・エクスプレインという考え方を日本に本格的に導入した初めてのケースと言って良いのではないかと思います。

3. 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景

(1) 日本再興戦略（2013年6月14日）

スチュワードシップ・コード導入の直接的な背景と思われるのが、2013年6月14日の日本再興戦略です。そこでは、「株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る」との方向性が打ち出されています。企業価値の向上、ひいては日本経済の活性化への期待がゴールとして表明されており、スチュワードシップ・コードはこのような議論の系譜にある点が重要です。先ほど、英国コードと

の比較において、日本版スチュワードシップ・コードの特徴は、エンゲージメントによる企業価値の向上という目的が前面に出ていると申しましたけれども、その淵源は、日本再興戦略にさかのぼることができます。

(2) 金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告書「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」(2009年6月)

しかし、スチュワードシップ・コードの考え方は、日本再興戦略で唐突に出てきたかという、決してそうではありません。既に2009年6月の金融審議会金融分科会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」の報告書(以下「スタディグループ報告書」という)において、スチュワードシップ・コードの考え方が打ち出されています。

① 投資者による議決権行使等をめぐる問題

第1に、投資者による議決権行使等をめぐる問題として次のような指摘がなされていました。「投資者の機関化が進み、年金や、これらの資産を運用する運用機関の市場における影響力が大きくなっている。機関投資家は、その背後にある多数の一般の契約者や加入者に対して受託者責任を負っており、議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成するものである。この点についての一層の明確化を通じて、機関投資家による適切な議決権行使の徹底を図っていくことが重要である」。スタディグループ報告書はこのように述べて、①議決権行使に関するガイドラインを作成し、それを公表すべきこと、および②議決権の行使結果についても公表すること等を示唆していました。

スタディグループ報告書では「受託者責任」という言葉を用いており、スチュワードシップ・コードでは「スチュワードシップ責任」という言葉に言い換えられています。このように言葉は同一ではありませんが、実質的に考えられていること

は同一または非常に近いと理解しています。

② 株主・投資者による経営者との対話の充実

既にエンゲージメントの概念についても2009年の段階で出てきています。すなわち、スタディグループ報告書の17ページでは、「株主・投資者においては、株式売買や議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、これらを背景に、日常から経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要となる」と指摘しているのです。このように、「建設的な議論」という考え方が既に2009年の金融審議会のレポートで打ち出されていたということは重要であり、これはまさにスチュワードシップ・コードにおけるエンゲージメント、すなわち「建設的な対話」の促進に直接つながっていることは明白です。

(3) 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システムに関する報告」(2013年11月1日)

目指すべき市場建設システムに関する専門調査会の報告書では、次のように述べられています。

「機関投資家は、企業の経営を規律付け、企業に中長期的な投資を促し持続可能な成長を促していくために、企業と建設的なコミュニケーションを行うことが重要である。こうした対応を通じて、機関投資家は適切に受託者責任を果たすことができる」。少し飛ばしまして、「英国において策定されているスチュワードシップ・コードを念頭に置きつつも、機関投資家と企業との建設的なコミュニケーションによって企業の持続的成長を実現することを重視し、日本の実情に応じた日本版スチュワードシップ・コードを策定することが望まれる」。このように、英国コードを参考に、日本の実情を踏まえて日本版スチュワードシップ・コードを策定するようという方向性が専門調査会によって打ち出されていたのです。

後ほど述べるように、日本版スチュワードシップ・コードは英国コードに非常に類似しています。英国コードにあつて日本版コードにない原則が1

つ、英国コードになくて日本版コードにある原則が1つありますけれども、それ以外はほぼ英国コードをコピーしていると言ってもいいぐらい類似しています。しかし、このような方向性は、既に専門調査会の報告書において英国コードを参考にしようと言われていたので、自然な帰結と思われる。このような経緯から、日本版スチュワードシップ・コードについて検討する際には、英国コードについての研究が不可欠となるわけです。そこで、次に英国スチュワードシップ・コードについて若干報告させていただきます。

Ⅲ. 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

1. 意義及び目的

英国スチュワードシップ・コードの沿革について簡潔に述べます。現行のスチュワードシップ・コードは、2010年に制定され、2012年に改訂されたものですが、Financial Reporting Council (FRC) というところがこれを策定しています。

なお、2010年にFRCはコーポレートガバナンス・コードも引き取ってしまっていて、FRCがスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの両者を策定することとなっています。

(1) 「スチュワードシップ (stewardship)」の意義

スチュワードシップとはそもそもどのような意味かということですが、スチュワードシップは「責任ある思慮ある所有」と表現されています。すなわち、英語では「responsible and thoughtful ownership」で、これは受託者責任や信託義務 (fiduciary duty) という考え方に通じる部分がありますけれども、私が推察するに、なぜ fiduciary という言葉を使うのではなく stewardship という言葉を使うのかということです。また、日本でも前述したスタディグループ報告書では「受託者責任」という言葉が使われていたのに、スチュワードシップ・コードはあえて「ス

チュワードシップ」という片仮名、しかも英語としても日常会話で頻繁に使われるわけではない言葉を選んだのはなぜかが問題となります。第1に、前述したインベストメント・チェーンに組み込まれている機関であれば、法的には fiduciary でないと言われていたもの——たとえば議決権行使助言会社など——も取り込む必要があります。そのためには fiduciary という言葉を避けることが望ましいこと。第2に、基本的にスチュワードシップ・コードはベスト・プラクティスを原則の形で表現したものであり、非法的な規範ですから、fiduciary とか受託者責任という言葉を使うと、法的義務・法的責任等と連動し、それを連想してしまうおそれがあるためではなかったかと思われます。スチュワードシップ・コードに服する機関が最終投資家等との関係で fiduciary である場合ももちろんあり得て、その場合には法的義務・責任を負うことにはなりますが、スチュワードシップ・コードは、法的規範を意識して定められたものではありません。

いずれにしても、スチュワードシップという概念で英国が狙ったことは、最終的な投資家の保護という観点から、資産保有者、資産運用者、サービス・プロバイダー (議決権行使助言会社・投資コンサルタント) などを含むインベストメント・チェーン全体を視野に入れてそれを構成する様々な機関の非法的規範としてのスチュワードシップ責任を構想するためであってそのような目的を達成するための中核となる概念として、fiduciary という概念はやや不適切であったという状況があったように思われます。

(2) 「エンゲージメント (engagement)」の意義

英国コードにおいては、エンゲージメントは次のように定義されています。「エンゲージメントとは、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構造及びコーポレートガバナンス (企業文化や報酬を含む) に関する事項や次期株主総会の議案をめぐり会社との間で行われる目的を持った対話」である (同コード原則1指針参照)。ここでは、

最近のコーポレートガバナンス論で文化論、カルチャーという言葉が頻繁に登場してくることも反映して、コーポレートガバナンスの中に企業文化を含むと明言しています。

非常に抽象的な定義ですけれども、結局エンゲージメントとはどのように説明されているかという、それによってスチュワードシップ責任を果たすことになる手段全てをエンゲージメントという理解されているようです。

(3) 2012年改正スチュワードシップ・コードによる「スチュワードシップ」概念等の明確化

続いて、スチュワードシップの概念ですけれども、2012年の英国スチュワードシップ・コードの改訂によって、スチュワードシップの概念がやや明確化されています。「効果的なスチュワードシップは、会社、投資家及び経済全体の利益になるものである」（同コード「スチュワードシップと本コード」1参照）という頭書きの後、「投資家にとって、スチュワードシップは議決権行使以上のものであり、経営を監督し、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成、企業文化や報酬を含むコーポレートガバナンスについて会社とエンゲージメントを行うことである。エンゲージメントとは、これらのテーマおよび株主総会の決議事項について会社と目的を持って対話を行うことである」（同コード「スチュワードシップと本コード」4参照）。このように、スチュワードシップという概念とエンゲージメントという概念は相関的に説明されています。

(4) スチュワードシップ・コードの目的

スチュワードシップ・コードの英国における目的は、大きく3つあります。

第1は、資産運用者と投資先会社との間のエンゲージメントの質を向上させ、株主に対する長期的かつリスクに適合的なリターンを高めることに資することです（FRCの説明）。FRCは、エンゲージメントの質の向上により株主に対する長期的かつリスク適合的なリターンを向上させるというこ

とをはっきりと述べています。

第2は、会社の報告制度とコーポレートガバナンスを最高の質に高めるために、コーポレートガバナンスの体制としては「遵守せよ、さもなければ説明せよ」のアプローチを採用し、取締役会におけるベスト・プラクティスの加速を目指す、取締役に説明責任を果たさせるに際し投資家に中心的な役割を担わせるものとし、そのための行動規範を定めるものとされます（FRCの説明）。

日本の場合は、スチュワードシップ・コードが先に策定され、次にコーポレートガバナンス・コードが策定されました。ところが、英国における位置づけとしては、やはりコーポレートガバナンス・コードが中心であり、スチュワードシップ・コードはコーポレートガバナンスの質の向上に資するために株主・機関投資家が中心的な役割を果たさなければならないという観点から定められているということです。

第3に、投資先企業が長期的かつ持続的なパフォーマンスを上げることに對し、機関投資家が影響を与え得ることについて、機関投資家の自覚を促すといういわば啓蒙的な側面があります。

先ほど述べたように、英国コード自身は非常に慎重な立場をとってしまして、スチュワードシップ・コードによって直ちに企業価値が上がるという言い方ではなく、コーポレートガバナンスの質の向上という目的に資すると述べるとともに、特に機関投資家はそのことを自覚してくださいという啓蒙的な目的を有しています。しかし、FRCの説明では、エンゲージメントによって株主のリターンを高めることを目標にするという一歩踏み込んだ説明をしています。

2. 沿革

現行の英国スチュワードシップ・コードにはその前身があります。それはどのような経緯で生まれてきたかということ、英国では、企業不祥事があると、もちろん真っ先に経営者が非難されます。次に非難されるのは、経営者をきちんと監督すべきであった取締役会です。ところが、英国ではそ

の次に機関投資家は何をしていたかが問題となります。これは、特にかつての英国では機関投資家の株式保有比率が非常に高かった、すなわち機関投資家が上場会社の発行済株式の相当割合を持っていたという事情を反映したものと思われる。いずれにせよ、機関投資家にも企業不祥事の非難の矛先が向いたのです。

英国では機関投資家はどのように批判されたかという点、機関投資家は「不在地主 (absentee landlords)」であると揶揄されました。すなわち、広大な土地を持っているのにそれをきちんと管理しない不在地主と同様に、機関投資家は莫大な株式を持っているのに、それをきちんとケアすることなく企業不祥事を招いたのではないかと、という批判が高まったのです。そこで英国では、一方どのような動きがあったかという点、株主にももう少しコーポレートガバナンスを担ってもらい、すなわちいわゆる株主アクティビズムの公認という動きが生じ、これが1990年代以降顕著になってきたと思われる。

他方、機関投資家については、1991年にISC (Institutional Shareholders' Committee; 現在は Institutional Investor Committee と改称) が「英国における機関株主の責任に関するステートメント」を公表しました。翌年の1992年にキャドベリー・レポートというコーポレートガバナンスに関する大変有名なレポートが出されました。そして、キャドベリー・レポートにおいて、おそらく初めてコーポレートガバナンスにおいて株主が果たす役割について言及されています。つまり、キャドベリー・レポートでは、コーポレートガバナンスにおいては、取締役会とか経営者のみならず、株主も非常に重要な役割を果たすべきであるということが言及されるとともに、コンプライ・オア・エクスプレインというアプローチが提唱された点が画期的です。

その後英国は、1998年にハンペル・レポート、FRCの「統合規範 (Combined Code)」の制定という経緯をたどりますが、2002年にISCが「機関株主および代理人の責任：原則ステートメント」を

公表しました。これが、現在のスチュワードシップ・コードの前身とされます。

このように、英国ではスチュワードシップ・コードの前身は機関投資家の自主規制の中から生まれてきたという経緯があります。さらに、これが金融危機によって、自主規制だけに任せておいたのではうまくいかないであろうという理由で、2009年のウォーカー・レビュー (David Walker, 'A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations' (26 November 2009) で、FRCがスチュワードシップ・コードの制定とレビューについてきちんと責任を持つべきであるとされました。2010年には「統合規範」が廃止され、FRCがコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの双方を策定し、今日に至っています。

2010年の英国スチュワードシップ・コードは、金融危機・経済危機の直後につくられていますので、企業のリスクを低減し適正化する、日本の言葉で言うと「守りのガバナンス」に相当配慮したものとなっています。この点も日本版スチュワードシップ・コードと異なる点で、日本の場合にはスチュワードシップ・コードは「攻めのガバナンス」に重点を置いています。ところがこれに対し、英国コードは、過度のリスクテイキングをどのようにして低減し適正化するかという点にも留意しています。

3. 2012年英国スチュワードシップ・コードの改訂について

2012年に英国コードは改訂されていますけれども、実質的には大きな改訂はなされていないという点が良いと思います。一番大きな改訂は、海外の機関投資家のサイン・アップを認めることとした点だと思っています。それからもう一つ、結局エクスプレインがあまり役に立っていないということで、遵守しない場合には単に説明をすれば足りるというのではなくて、「意味のある説明 (meaningful explanation)」をするようにという表現に改めら

れています。しかし、少なくとも原理の部分については実質的な改正はなく、基本的に2010年版を踏襲していると言えます。

4. 概要—7原則

そこで、現行の英国コードの7原則について見ていきたいと思えます。

原則1：機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を開示すべきである。

原則2：機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定し、公表すべきである。

例えば、機関投資家が株式に投資する一方、同時に金融商品・金融サービスを提供している場合において、自社の金融商品・金融サービスの販売のために保有している会社の株式に関し議決権を行使するに際して、バイアスがかかった形で議決権行使が行われるという利益相反問題について指摘されることがあります。英国においても、機関投資家がスチュワードシップ責任を全うできない最大の原因があるとしたらそれは何かというと、利益相反の存在により、株主権行使にバイアスがかかってしまうことであると強く認識されています。

原則3：機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。

原則4：機関投資家は、スチュワードとしての活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。

原則5：機関投資家は、必要に応じて他の投資家と協働すべきである。

この第5原則は、日本版スチュワードシップ・コードにはないものです。その理由については後ほど述べます。

原則6：機関投資家は、議決権行使及び議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。

原則7：機関投資家は、スチュワードシップに係る行動及び議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

5. 特徴

英国コードには、次のような特徴があります。

① コーポレートガバナンスについての基本的な考え方を明確化

先ほども少し言及したのですが、英国では、コーポレートガバナンスの主役は取締役会であるということがスチュワードシップ・コードにおいても明確にうたわれています。取締役会があくまでもコーポレートガバナンスについて第一義的な責任を負うけれども、コーポレートガバナンス、とりわけスチュワードシップに係る責任は、取締役会のみならず、機関投資家にも認められるべきであると言われます。

このように、英国スチュワードシップ・コードは、取締役会を中心とするコーポレートガバナンスのメカニズムをいわば補完するものという第二義的な位置づけを明確に自覚しています。換言すると、スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードを補完するものとして位置づけられているという、第2の特徴に結び付きます。

② コーポレートガバナンス・コードと併せて機能すべきもの

スチュワードシップ・コードは、あくまでもコーポレートガバナンス・コードと併せて機能すべきものであるということになります。この点、日本はコーポレートガバナンス・コードより先にスチュワードシップ・コードが策定されましたけれども、現在はコーポレートガバナンス・コードが東京証券取引所の有価証券上場規程として上場規則にビルトインされていますから、恐らくスチュ

ワードシップ責任の履行に当たり、今後は日本でも機関投資家はコーポレートガバナンス・コードをにらんで行動していくことになると思われます。

③ 株主（機関投資家）の行為規範、とりわけ短期的なリターンのみを追求すべきではなく、経営者との批判的な対話を重視

短期的なリターンの追及はよくないというのは、2007年のサブプライム・ローン問題、および翌年のリーマン・ショックを踏まえた金融危機・経済危機の反省を色濃く反映したものです。これは、FRCによる英国コードが金融危機・経済危機の直後の2010年に策定されたため、短期的なリターンの追求に対する戒めと見えますか、それに対する警戒感が非常に強く出たものと考えられます。しかし、全体として見ますと、英国コードは、株主アクティビズムをむしろ積極的に肯定してきたという歴史的な文脈の中で理解すべきであり、2010年版はリーマン・ショック後の金融危機を踏まえ一種の揺れ戻しが働いたと捉えるのが適切であると思います。

④ プリンシプル・ベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインの採用

しかし、③の考え方を法的に義務化する、すなわち機関投資家の行為規範を法的義務とするのではなく、同コードの適用を受けるかどうかについて個々の金融機関の自主性に委ね、サイン・アップした場合に限りあくまでも自主的に従うことを求めるとともに、個別の原則についてはプリンシプルという形で抽象的・一般的に定め、その内容については金融機関ごとの実践に委ね、金融機関が当該原則に従わないことも、コンプライ・オア・エクスプレインというアプローチの下に許容する点が非常に特徴的です。

⑤ スチュワードシップ責任の名宛人

機関投資家については、定義規定を設けることなく、資産保有者（asset owner）と資産運用者（asset manager）とを区別し、それぞれの適用規

範を異にするというきめの細かい手当てをするとともに、サービス・プロバイダーにも適用されることを明記しています。このサービス・プロバイダーの代表というのは議決権行使助言会社であり、そのほか経営コンサルタントのようなものも含まれます。

なお、英国では、認可された資産運用業者に対しては、同コードの適用を受けるかどうかについての決定をFRCに届け出ることが義務づけられていますので、サイン・アップするのは自由だといっても、事実上のプレッシャーは相当にあると思われます。

⑥ 2年ごとに定期的な見直し

英国コードは、2年ごとに定期的な見直しをすることになっていますが、2014年は見直しがなされませんでした。

【参考】EU法の動向

ここでEUの動向について、簡単に述べます。EUでは、スチュワードシップ責任について法定化の試みがなされています。EUでは、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指令の改正提案がなされています（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)）。欧州議会のホームページを見たところ、まだ通っていないようです。欧州委員会は既に通って議案が欧州議会に提出されているのですけれども、欧州議会で若干の修正が施されました（Amendments adopted by the European Parliament on 8 July 2015 on the 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)0213 - C7-0147/2014 - 2014/0121(COD)))。報道によると、2016年の早い時期に可決成立すると言われていました。しかし、現時点においてもまだ成立していないようです。しかし、スチュワードシップの考え方をEUレベルでも取り込もうという動きがある点は、注目に値します。この改正提案の背景には、今般の金融危機の背景には、過度の短期主義的リスクテイキングがあったとの認識があります。すなわち、投資先企業と機関投資家・資産運用者との間のエンゲージメントが適切に行われていないという証拠があるとして、①機関投資家・資産運用者が株価の動向と資本市場の各種インデックスの構成に過度に注目した結果、最終受益者の収益を最大化することなく、投資先企業に対し短期的な視野からのプレッシャーを与えた点、および、②機関投資家と資産運用者との間の利害関係の不一致を問題視し、それを解決しようとするものです。

同指令改正提案は、「株主エンゲージメント」という概念を創設し、「株主エンゲージメント」とは、機関投資家・資産運用者である株主が単独または他の株主と協働して、戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成及びコーポレートガバナンスなどの重要な事項について会社と対話し、株主総会で議決権を行使することにより、投資先企業を監視することであると定義します。英国コードのエンゲージメントの考え方と非常に近い概念であると思われますけれども、このような考え方をEU指令に盛り込もうとしているのです。

どのような規律の概要になっているかという点、機関投資家は、株主エンゲージメントに関する基本方針を策定します。とりわけ「利益相反」の管理について方針を定めて、それを実施し、当該基本方針は開示しなければならないとされます。

当該基本方針の策定をせず、あるいは株主エンゲージメントの結果を公表しないときは、その理由について「明確かつ合理的な」説明をしなければならないとされます。すなわち、EU指令も、コ

ンプライ・オア・エクスプレインのルールを採用することとしています。

機関投資家は、投資戦略が運用すべき財産のプロファイルと残存期間にマッチしたものであること、及び運用資産の長期的なパフォーマンスに資することについて、それがどうしてそのようになるのかということを開示しなければなりません。

機関投資家が資産運用者を用いるときは、資産運用者との間の契約の主要な事項について、上述したところから従って開示をしなければなりません。

資産運用者は半期ごとに機関投資家に対し運用戦略とその実施について契約を遵守したものであること、当該投資戦略と投資判断が機関投資家の資産の長期的なパフォーマンスに資する理由について、開示しなければなりません。

さらに、資産運用者は、機関投資家との約定の履行に関する重要な事項についても、半期ごとに機関投資家を開示しなければならないとされています。

このようにEU指令は、考え方としては伝統的な機関投資家のフィデューシャリーの考え方に近い、つまり最終投資家に対して一体どのような説明をしなければならないかということに関して相当の配慮をしています。投資先企業を監視するという、コーポレートガバナンスに資するという面ももちろんあるのですけれども、むしろEUのスチュワードシップ責任の考え方というのは、最終投資家のほうにより顔が向いているルールを入れようとしていると理解してよろしいのではないかと思います。

もともと、ではコーポレートガバナンスの観点がないかという点、そうではなくて、まさに株主エンゲージメントの定義の中に、機関投資家は投資先企業を監視することが明確にうたわれています。しかし、どちらかという点、コーポレートガバナンスの質の一般的向上というよりも、具体的に最終投資家のために株主エンゲージメントがなされるべきであるという観点が重視されています。

IV. 日本版スチュワードシップ・コード

1. スチュワードシップ責任の意義

資料として日本版スチュワードシップ・コードを本日お配りいただいておりますので、適宜それをごらん下さい。

そもそもスチュワードシップ責任とは何かということですが、2ページの第4節をごらんください。

本コードにおいて、「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）などを通じて、当該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」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味する。

本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と取引先企業の双方を視野に入れ、責任ある機関投資家として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

このようにスチュワードシップ責任を位置づけています。

日本版スチュワードシップ・コードの特徴は、第1に、スチュワードシップ責任を、企業価値の向上及び持続的成長の促進を通じた投資リターン拡大を図るための責任として明確に位置づけている点にあります。最終的な目標を投資リターン拡大を図るとしつつ、企業価値の向上と持続的成長を間接的な目標に据え、スチュワードシップ責任の履行と企業価値の向上の結びつきを前提にした表現振りをとっています。第2に、機関投資家の責任であるという限定を付しながら、機関投資家については明確に定義せず、議決権行使助言会社なども広く含まれるように設計されている点です。第3に、機関投資家が投資先企業に対する

理解、事業環境等に対する深い理解に基づいてエンゲージメントを行うべきであるとして、機関投資家は投資先企業とか経済一般についてきちんと勉強してエンゲージメントに臨むことという啓蒙的・教育的な要素を伴っていること。第4に、建設的な目的を持った対話をエンゲージメントとして定義している、等の特色があります。

2. スチュワードシップ・コードの目的と性質

スチュワードシップ・コードはいわゆるソフトローでありまして、法的拘束力はありません。しかし、これは時々誤解があるようにも思うのですが、コンプライ・オア・エクスプレインのルールが採用されているから、それではたとえばサイン・アップした機関投資家全員がコンプライせずエクスプレインした原則があるとしたら、当該原則はソフトローと言えるかということ、それはもはやコードとは言えないのではないかと思います。すなわち、コードとして書かれている以上は、それは法的義務ではないけれども、少なくともベスト・プラクティスを表現したものであって、社会規範としての規範性は有するという前提でコードはつくられていると思われまます。そういう意味では、コンプライ・オア・エクスプレインのルールが採用されているからといって、コードに定められた原則は遵守することが基本であると理解すべきです。

しかし、それでは、原則として定められた規範から外れることを認めないかということ、決してそうではない。それが、プリンシプル・ベース・アプローチを採用するとともに「遵守せよ、さもなければ説明せよ（コンプライ・オア・エクスプレイン）」というアプローチを採用しているゆえんです。これはどのような考え方に立つものかといいますと、ベスト・プラクティスが常にベスト・プラクティスであり続ける保証はない。場合によっては、コードを策定した時点ではベスト・プラクティスと考えられていたものであっても、事業経営の発展等、あるいは環境の変化等によって、新たなベスト・プラクティスが生み出される可能

性がある。コンプライ・オア・エクスプレインというメカニズムを通じて、そのような新たなベスト・プラクティスがスムーズに更新され、それが新たなベスト・プラクティスとして迅速に普及し得る。このようなコンプライ・オア・エクスプレインの考え方、すなわちシステム内在的な規範の発展の可能性を保障する仕組みとしてのコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、広く世界的に受け入れられています。この考え方を採用する各種コードが急速に世界的に広がっていますが、その理由の一つとして、コンプライ・オア・エクスプレインに関するこのような考え方が支持されているという指摘があります。

なお、ソフトローの欠点の一つとして透明性の欠如が指摘されます。スチュワードシップ責任に関する透明性の確保についてですけれども、日本の場合は、コードを受け入れる旨、スチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」を各機関投資家のウェブサイトにおいて公表することとされています。そして、その当該ウェブサイトのアドレスは金融庁に通知することとされており、その通知を受けて金融庁は、受入れを表明した機関投資家のリストとコードの各原則に基づく公表項目について公表を行ったウェブサイトのアドレスを金融庁のホームページに公表しています (http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1/list_01.pdf)。このような形で、透明性および比較可能性を確保する工夫が行われています。

3. 対象となる機関投資家の範囲

対象となる機関投資家の範囲は、英国コードの考え方をほぼそのまま踏襲しています。すなわち、機関投資家の定義規定は置いていません。しかし、アセットオーナーとアセットマネージャーとしての機関投資家がコードの名宛人の中心となります。しかし、それ以外の議決権行使助言会社等のサービス・プロバイダーは名宛人となり得るという考え方で、日本版スチュワードシップ・コードは策定されています。

日本版コードの考え方が当初の英国コードと違うのは、英国コードは、当初はその名宛人に海外機関投資家を含んでおりませんでした。2012年版から海外投資家もサイン・アップすることが可能になりましたが、日本版コードは最初から海外機関投資家を含んでおります。そして、実際に外資系の機関投資家もかなりの数がサイン・アップしています。

資料2は2016年2月18日に金融庁がまとめたものですが、これはどこで配付された資料かという点、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議で配付されたものです。2ページは日本版スチュワードシップ・コードをサイン・アップした機関投資家の数ですけれども、現時点で200社を超えている状況です（注：なお、2016年5月27日の更新版では、207社がサイン・アップしている）。

その内訳は資料2の3ページにあります。外資系の機関投資家は既に87社がサイン・アップしています。次に、投資顧問、年金基金、生損保、信託銀行が続き、数としては投資顧問が圧倒的に多くなっています。その他、議決権行使助言会社ですとか、対話型の投資会社等が「その他」の中に含まれています。

日本の場合は、海外の機関投資家も含み、スチュワードシップ・コードのサイン・アップは割合順調に増加していると評価してよいように思います。

4. 概要—7原則

日本版スチュワードシップ・コードの中身について述べさせていただきます。日本版スチュワードシップ・コードも英国コードと同様に7つの原則がありますけれども、英国コードと違う点を中心にお話しします。

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。

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。

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、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

原則1から3は英国コードとほぼ同じです。

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。

この原則4は、「努めるべき」だという表現ぶりになっています。

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ことではなく、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。

これも英国コードと基本的に同様ですが、日本版スチュワードシップ・コードについて英国コードとの相違点として述べておく必要があると思われるのは、日本版スチュワードシップ・コード策定の過程で、議決権行使結果の公表について投資先企業別かつ議案別の個別開示まで求めるかという論点がありました。英国では65%の機関投資家が何らかの加入で議決権行使結果を公表しているけれども、英国においても、投資先企業別、議案別の開示まで行っている投資家は半数に達しない状況であるということでした。そこで日本では、投資先企業別かつ議案別の公表までは求めないこととし、議決権の行使結果について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して、やや緩和された形で議決権行使結果の公表を求めることにしたものです。このことは原則5の指針5-3に書いてございます。資料1の日本版スチュワードシップ・コードの11ページにこの

ような記述があります。

原則6：機関投資家は、議決権の行使も含め、スチ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。

これも英国コードと基本的に同じです。

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、当該企業との対話やスチ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。

原則7は、英国コードにはない原則です。スチュワードシップ・コードがもつ啓蒙的・教育的要素を日本版コードは原則の形で定めた点に特徴があります。

5. 英国スチュワードシップ・コードと比較した場合の特徴

ここで、英国コードと比較した場合に、大半は英国コードをなぞった原則を定めているのにもかかわらず、なぜいくつかの点について英国コードとの違いが出てきているのかについて、簡単にお話しさせていただきたいと思います。まず、英国コードにはあって日本版コードにはない原則についてご説明します。

これは何かといいますと、スチュワードシップ責任を果たすために、各機関投資家と協働して行動するという原則です。英国コードの原則5（レジュメの21ページ）では、「機関投資家は、必要に応じて他の投資家と協働すべきである」と定めています。機関投資家が協働してスチュワードシップ責任を遂行することにより、投資先企業に対する影響力が高まり、実効性を有することになるという考え方に立つものです。同様の原則を、日本版コードにも導入すべきであると考えられる人たかも多かったのですが、実務界から反対といいます

か疑問の声が上がったわけです。それはどのような声かという、日本において機関投資家がほかの機関投資家と協調し協働しながら株主権の行使について行動を共にするという事は、少なくともこれまでの日本の機関投資家の行動様式としてはない。つまり、日本の機関投資家のこれまでの行動原理からすると、他の機関投資家と協調して行動するというのは、これまでの伝統に反する。そうであるすると、唐突にそのような協働すべきとする規範を導入されても、果たしてどうやって実現していくのか不明であるという疑問です。すなわち、現在日本において、エンゲージメントに関連して機関投資家同士で行われていることは、投資家の中で個別の投資先企業に関する具体的な課題についてではなく、議決権行使に当たっての一般的な考え方などについての意見交換である。日本では、機関投資家同士で相談するのは、一般論についてであって、他の投資家と協調して個別の投資先企業に何らかの行動を起こすということについては、投資先企業との信頼関係や秘密保持の必要性の観点から、実務では行われていない、ということです。

やや余談になりますが、今、英国で同様の問題が生じています。英国がスチュワードシップ・コードを最初に導入したときは、海外機関投資家は対象外でした。つまり、シティーの世界で協働原則はといえば完結していたので、この協働原則が機能し得たわけです。ところが、2012年版英国コードにより海外機関投資家が英国コードをサイン・アップすることになると、海外機関投資家と英国内の機関投資家とがどのように協調するのかということが問題となります。英国でも、現在、協働原則のあり方について議論されているようです。

反対に、日本版コードには存在して英国コードには存在しないのが原則7です。原則7がなぜ日本に導入されたかということですが、経済界とりわけ投資先企業からの要望に基づいて入ったものと私は理解しています。すなわち、多くの機関投資家がスチュワードシップ・コードの責任を果たすために経営者に対話を求めてくる。特に、例え

ば社長など経営トップへの面談等を求めることも考えられます。そのようなときに、機関投資家は投資先企業とかその他事業環境に関する深い理解がありますか、そのような実力を備えていますかという観点から、投資先企業も対応を講じる必要が生じます。機関投資家がスチュワードシップ責任を遂行することが、投資先企業にとってコストを発生させることがあり得るわけです。スチュワードシップ責任にかかるコストとベネフィットを比較して、著しくコストがベネフィットを超過するというようなことがないようという配慮から入れられた原則であると私は理解しています。

しかし、この2つを除くと、英国コードと日本版コードはむしろ非常に類似しており、基本的には日本版コードは英国コードを下敷きにしていると言ってよいと思います。

6. エンゲージメントと金商法上の論点

最後に、エンゲージメントに関連する金融商品取引法（以下「金商法」という）上の法的問題点について、3点申し上げます。

第1は、協働原則に関連して、協調行動がいわゆる「共同行為 (acting in concert)」に該当することになり、公開買付規制や大量保有報告制度の適用にあたり、「特別関係者」または「共同保有者」として合算の必要が生じないかという問題です。なお、協働原則は、前述した理由から日本版コードには盛り込まれなかったわけですが、必要に応じて他の機関投資家と協調することはスチュワードシップ・コード自身否定しておらず、むしろ協働してエンゲージメントを行うことを想定しているため（コーポレートガバナンス・コード原則7指針7-3参照）、検討すべき法的論点となります。すなわち、原則には書かれていなくても、他の機関投資家と協調してなされたエンゲージメントが金商法上の規制との関係で問題を生じるおそれがあり得るのです。資料1の日本版スチュワードシップ・コードの2ページ、注3をごらんください。ここでは、「機関投資家と投資先企業との対話の円滑化を図るため、大量

保有報告制度や公開買付制度等に係る法的論点について可能な限り解釈の明確化が図られることが望ましい」として、「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を策定して公表し、通常の協調行動であって共同して株主権を行使することを合意している場合を除き、acting in concert に当たるといことがないという内容の金融庁の整理が公表されています。

第2は、エンゲージメントが金商法上の大量保有報告制度における重要提案行為に該当すると、大量保有報告制度に関し機関投資家等に認められている報告書の提出頻度や期限等につき緩和された規制に服すれば足りる「特例報告制度」を利用できなくなるという問題です。すなわち、反復継続的に株券等の売買を行う金融商品取引業者等については、「保有割合が10%を超えないこと」および「重要提案行為を行わないこと」を要件として、「特例報告制度」を適用できることになっており、エンゲージメントが「重要提案行為」に該当すると、特例報告制度の適用を受けられなくなります。前述した「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」において、金融庁は、どのような行為が大量保有報告制度における「重要提案行為」に該当するかについて、「エンゲージメント」の内容として想定される7つの事例を挙げて考え方を整理しています。「重要提案行為」に該当するためには、①提案事項の客観的内容が、政令で列举された一定の事項に該当すること、②発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること、および③「提案」に該当することの3つをすべて満たす必要があるとしています。投資先企業との間で認識の共有を図る行為は、「提案」の要件に該当せず、基本的には、「重要提案行為」に該当しない可能性が高いとする一方、投資先企業の経営方針等の変更や株主総会における決議を求めるものは、その内容が金商法施行令14条の8の2に列举された事項に該当するときは「重要提案行為」に該当する可能性が

高いと整理されています。

第3は、内部者取引規制や情報伝達・取引推奨規制とエンゲージメントとの関係です。この点について、日本版スチュワードシップ・コード自体、すでに一定の考え方を示しています。すなわち、機関投資家が投資先企業との対話において「未公表の重要事実」を受領することについて、「基本的には慎重に考えるべき」とした上で、「投資先企業との特別な関係等に基づき『未公表の重要事実』を受領する場合には、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、対話に臨むべき」であると注意を促しています（原則4指針4-3及び注10）。このことは、エンゲージメントにより機関投資家の担当者が重要事実を知る可能性があることを前提としています。これに対し、情報伝達・取引推奨規制については、通常のエンゲージメントにおいては、「重要事実の公表前に（機関投資家に）売買等をさせることにより他人（機関投資家）に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、規制対象にはならないと整理されています。

V. スチュワードシップ・コードの意義と問題点

1. スチュワードシップの意義と問題点

スチュワードシップ・コードは、株式市場および企業価値を非常に重視し、スチュワードシップ責任がきちんと果たされると、投資先企業との建設的な対話によって企業価値が向上し得ることを前提にしています。日本版コードは、特にこの前提が強く出ている点に特徴がありますが、多かれ少なかれスチュワードシップ・コードはそのような基本的な考え方に立っています。機関投資家に対し、法的拘束力はないものの、事実上の規範でありベスト・プラクティスとして策定された原則を遵守し、遵守しながら新たなベスト・プラクティスを内在的に発展させるためにコンプライ・オア・エクスプレインのルールを採用し、それに基づいて機関投資家が行動する、このような仕組みによって、機関投資家のエンゲージメントによる企業価値の向上を通じた投資リターンの拡大とい

う最終目的を達成しようとするのがスチュワードシップ・コードの意義であると思います。

しかし、スチュワードシップ・コードに対してはいろいろな問題点が指摘されています。とりわけ重要な批判は、スチュワードシップ・コードの考え方は、一種の株主アクティビズム自身に対する肯定的な評価を前提とするものであるけれども、そもそも株主アクティビズム自身に対する消極的な評価があります。

第2に、ある種の議決権行使のパターンがコーポレートガバナンスの関心事と必ずしも一致するわけではないということで、エンゲージメントとコーポレートガバナンスとの相関関係について疑問視される場合があります。

第3に、エンゲージメントには、コストがかかる割にはベネフィットがあまりないのではないかと、という批判も常になされます。

2. 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの意義と問題点

ソフトローとしてのスチュワードシップ・コードは、原則からの乖離を認め、スチュワードシップのあり方の多様性、個別性を許容するものです。

さらに、グッド・プラクティスに密着した規範の定立・見直し、コンプライ・オア・エクスプレインによって可能となります。このように、コンプライ・オア・エクスプレインを通じて、実務とのフィードバックによって、システム内在的な規範の改善と発展が可能になります。

コンプライ・オア・エクスプレインの仕組みが機能するためには、何よりも開示・説明による透明性の確保が重要となります。コンプライ・オア・エクスプレインのルールを金融庁が非常に熱心に推進しているのは、コンプライ・オア・エクスプレインを通じて、それが市場の透明性、それから市場原理のより実効的な機能の充実につながり得る、という考え方があるからであると思われます。

また、法的にはなかなか規範としては定立困難な事項であっても、このようなソフトローの形、しかもコンプライ・オア・エクスプレインの形で

乖離も許容するというのであれば、比較的コンセンサスを得やすく、比較的容易に規範を定めることができるというメリットもあります。

コンプライ・オア・エクスプレインのルールにはこのようなメリットがある反面、いろいろな問題点が指摘されています。

第1に、非常に有効性に乏しいのではないかと。特にエクスプレインによって十分な情報が提供されていないという批判が、英国においても非常に強くあるところです。

第2に、対象に対する批判です。例えば海外投資家が含まれているかどうかとか、最終投資家の声が反映されているかどうか。また、機関投資家に限定する根拠は十分なのか、スチュワードシップ・コードの名宛人の範囲や射程についても、いろいろな議論があるようです。

第3に、株主以外の利害関係者を会社との対話から排除しているという点についても、一部の者からは非常に強い批判があるところです。

第4に、最終投資家と会社との間に仲介機関が介在するシステムの複雑化・肥大化によって株主と会社の対話が非常に困難な状況になっています。このような「所有と所有の分離」に基づく問題について、場合によっては法的措置も含めた改善を図らなければ、スチュワードシップ・コードだけではその目的を実現することは困難ではないかと指摘されています。

VI. 実態

実態については、49ページのグラフをごらんください。全体に遵守率が高いと言えます。その中で、遵守率の一番低いのは、原則5指針5-3（資料中の原則5②）、議決権行使結果の開示です。どのような属性を有する機関投資家が遵守していないかという、明確な傾向を看取できます。資料2の6ページをご覧くださいと、議決権行使の結果を公表しない機関投資家の多くは外資系、それから国内の比較的小規模な投資顧問会社です。

その理由はさまざまでしょうが、外資系とか国内の投資顧問会社は、お客さんとの関係で議決権

の行使結果について公表しないように要請されているというケースがあるようです。

次に、議案ごとの行使方針を公表している金融機関はどのような業態・属性かという点、年金基金が公表している割合が一番高く、信託銀行がそれに続きます。また、議決権行使結果についても、信託銀行が最も熱心に開示しているという状況です。

利益相反の管理状況については、非常にムラがありまして、生損保、信託銀行においてはほぼ遵守されていますけれども、投資顧問においては遵守の割合が非常に低くなっています。年金基金は半数をやや超えるという状況です。たとえば、業法上、利益相反管理体制整備義務が課されているかどうかといった事情が反映していると思われる。

今後は恐らく、スチュワードシップ・コードに基づく開示項目とりわけコンプライ・オア・エクスペインの規範に基づき原則を遵守しない場合の開示についてきちんとした評価がなされていくことが重要だと思われます。特に日本では、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がサイン・アップしたことから、GPIFが一体どのように自らのスチュワードシップ責任を果たすとともに、アセットマネージャーに対しどのように彼らのスチュワードシップ責任を評価し、その履行をどのようにして働きかけていくのかが注目されます。

VII. 近時の金融行政の動向

2009年の金融審議会の報告書にあった「受託者責任」という言葉が、今度は「フィデューシャリー・デューティー（fiduciary duty）」という言葉に置き換えられて、各種の金融行政文書に表れており、かなり大きな注目を集めています。このような動向は、スチュワードシップ・コードの策定とその実施に係る金融庁の姿勢と平仄が合うものです。というのは、いずれもプリンシプル・ベースに基づき、最終投資家もしくは利用者の真の利益をめざし、ベスト・プラクティスの形成と発展を目指すという点で共通しているからです。

最後に、法制整備について簡単に触れます。スチュワードシップ責任をより良く果たすためには、法改正等により、株主権の行使を容易化し、実質化する必要性もあります。すなわち、制度の整備の問題として、株主総会の分散化の問題、株主総会の関係書類の電子化、非財務情報をはじめとする情報開示の拡大と充実などの論点について、現在、経済産業省の研究会ですとか金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ等で議論がされています。それぞれ、近く報告書が公表されるはずですが（注：本報告後、「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書～対話先進国の実現に向けて～」（2016年4月21日）、「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告～建設的な対話の促進に向けて～」（2016年4月18日）と題する報告書が公表された）。

大変雑駁な話の上に、予定した時間を超過してしまいましたけれども、私からの報告は以上です。どうかご教授をいただきますよう、お願いいたします。

~~~~~

### 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきましてご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

### 【スチュワードシップ責任と四半期報告制度の関係】

○岸田 一つお伺いしたいのですが、財務報告評議会は会計基準等をつくっているところだと思うのですが、その矛盾といいますか、22ページに、先ほどおっしゃった短期の利益を追求すべきではないということが書かれていますけれども、現在会計で問題になっているのは、四半期報告制度が10年ぐらい経つけれども、あれが短期の利益を追求する制度になっていると。つまり、3か月ごとに利益を上げなければいけないので、そ

れが大きな問題になっているという説もありますが、この会計基準と今おっしゃった先生のお話についてのご意見をお伺いしたいと思います。

スチュワードシップ・コードを出したのが財務報告評議会ですね。最近、統合報告とかいろいろな報告の制度がありますけれども、私がお聞きしたいのは、短期の利益の追求が問題となっている四半期報告です。それが大きな問題になっていると思うのですけれども、こういう問題といろいろな情報開示の問題とどういう関係があるのか。つまり、情報を早く出さないといけない、わずか3か月で利益を出さないといけないという制度が短期利益を追求しているのではないかという意見がありますけれども、先生は現在のディスクロージャー制度とこのスチュワードシップ・コードとの関係はどのようにお考えかということをお聞きしたいと思います。

○神作 確かに今、金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループにおいて、四半期開示のあり方を含めて、開示のあり方についての見直しが行なわれています。そこで特に問題視されているのは、四半期報告と四半期決算短信の時期が近接しているということです。たしかに、そもそも四半期情報開示について株主の短期的業績重視を助長するものであるという批判があり、このような批判は何も日本だけではなく、EUなどでもこのような批判が強く、EUはディレクティブの見直しにも至っているわけですが、このような四半期報告制度は廃止し四半期決算短信に一本化するべきであるという意見もあるようです。しかし、私の理解では、四半期報告制度自体を廃止したり見直ししたりしようという意見は大勢ではなく、四半期決算短信の速報性・非監査性を重視し、監査および四半期レビューが不要であるということを確認した上で早期提出を促すという方向性が有力です。このように、スチュワードシップの考え方と財務報告とりわけ四半期報告あるいは決算短信も含めた情報開示制度との間に矛盾があるとか、四半期報告制度には弊害が生じているとは考えられていないのではないかと思います。あくまでも

財務情報というのは、スチュワードシップ責任を果たすための中心的データですので、それを前提としてスチュワードシップ責任が果たされていくこととなりますが、しかしスチュワードシップの考え方というのは、財務データに限るのではなく、非財務情報や将来に向けた企業戦略等についての対話を重視し、エンゲージメントすなわち建設的な対話を促進しようとするものであって、スチュワードシップ・コードの策定に係る過程においても、また、現在行われている金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの議論においても、四半期報告制度について見直しをすべきであるというご意見は少なくとも強く主張されてこなかったと思います。

もともと、情報開示規制について、スチュワードシップのあり方との関係で現在の開示制度について見直しがなされつつある部分もございます。特に現在金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループで議論されていますのは、スチュワードシップ責任を全うするために、経営者に対していろいろな質問をすることによって選択的開示がなされる可能性が高まっており、それについては規制を導入すべきであるという意見が相当に支配的です。恐らく金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでは、選択的開示というのはやはり望ましくなく何らかの規制を為す方向で提言がなされるものと思われれます。

そのときに選択的開示の規制の対象となる情報は何なのか、法令のレベルで規制するのか取引所の自主規制によるのか等々、規制の中身は未確定でありこれからの議論に委ねられることになると思いますけれども、スチュワードシップの考え方やあり方との関係で、情報開示制度と関係して議論されているのは、ご報告において述べた非財務情報の開示の充実と選択的開示の規制のあり方であって、四半期報告制度はあまり問題にされていないと理解しています。

【スチュワードシップ責任の遂行への対応と IR 活動の関係】

○森田 状況の説明をしていただいて感謝いたします。ただ、よくわからないのは、スチュワードシップで対象とされているのは、議決権行使という現象に対してであるという点はわかるのですが、そうすると、発行会社側にしてみれば、IR活動で済むのか、それ以外のチャンネルをつくらなければならないのか、そのあたりは一体どのように考えたらいいのでしょうか。

○神作 ご指摘いただいた点につきまして、コーポレートガバナンス・コードのほうでは、一定のベスト・プラクティスを提案しています。コーポレートガバナンス・コードは本日配付しておりませんので、大変申しわけないのですが、同コードの基本原則5を読み上げさせていただきます。「上場会社は、その持続的な成長の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）が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」と。

以上の原則に続いて「考え方」が示されています。そこでは、スチュワードシップ・コードに言及した上で、持続的な成長に向けた取組みとして、投資先企業にとってもスチュワードシップ・コードを受けて行動している投資家に対して真摯に取り組むことが有益であると言われています。

さらに、コーポレートガバナンス・コードの原則5-1では、「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の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」と定めています。したがって、会社は積極的に自らのイニシアチブでIR活動を行うほかに、こういった機関投資家からの対話とか面談の申込みを受けたときには、会社の持続的な成長、中長期的な企業価値の

向上に資するかどうかという観点から、それを受け入れるかどうか、対話の場を設定するかどうかということを決めることがベスト・プラクティスとして規定されています。そして「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」として、このような対応を組織的に行うとともに、スチュワードシップ責任の遂行としてなされた提案等に対する方針について開示することがコーポレートガバナンス・コード上求められています。

したがって、コーポレートガバナンス・コードが適用される会社につきましては、少なくともスチュワードシップ・コードを受けて、今申し上げたようなコーポレートガバナンス・コードの規範に従って行動していくことになると思われまので、これまで行われてきたIR活動とはやはりまた別個に、機関投資家向けのスチュワードシップ責任の履行に対する対応が求められることになると思っております。

○森田 そうすると、機関投資家の定義はどうするのですか。

○神作 機関投資家の定義規定はないようですが、恐らく実務的には、スチュワードシップ・コードにサイン・アップしているかどうかということが一つ重要な基準になるのではないかと思います。

○森田 だから、企業としては対応しにくいのではありませんか。IR活動では駄目で、私は機関投資家だと言ってきたら、個別に別室に来てもらって挨拶するという感じになりますよね。例えば同じ銀行でも、信託勘定で持っているのか、自分の投資勘定で持っているのかによって違うでしょうし、ややこしいですな。

○神作 恐らくそのような実務的に対応しづらいという事情もあって、英国コードにはなく、日本版スチュワードシップ・コードにのみある原則7が入れられているものと思います。

【株主との対話における株主の意義——機関投資

## 家と一般投資家の区別】

○北村 非常に興味深いご報告をいただきまして、ありがとうございます。

先ほどの点と関連しますけれども、コーポレートガバナンス・コードの基本原則5とスチュワードシップ・コードの関係についてお伺いいたします。コーポレートガバナンス・コードの基本原則5に関する「考え方」の中には機関投資家への言及がありますが、基本原則5とその下にある原則・補充原則においては、経営陣幹部や取締役が対応する株主は必ずしも機関投資家に限定されていないような書き方になっています。神作先生のお考えとしては、コーポレートガバナンス・コードの基本原則5に含まれている規範は、スチュワードシップ・コードをもとにしているのだから、ここでの対話の相手方として機関投資家を念頭に置いていると理解すればよいとお考えなのでしょうか。あるいはそれ以外の株主とも対話が必要になると考えるべきなのでしょうか。

○神作 私の理解が間違っているかもしれませんが、コーポレートガバナンス・コードの原則5に言う「株主との対話」には、機関投資家とそれ以外の株主の両方が含まれていると考えています。もっとも、機関投資家とそれ以外の株主について同じ取扱いをしなければいけないかというのと、そうではなく、機関投資家、特にスチュワードシップ責任を履行するという立場で来ている機関投資家については、そのことを前提に対応をする。そういう意味では、株主との間の建設的な対話のあり方というのは、機関投資家向けとそれ以外の株主とで当然違ってきてしかるべきであり、そのこと自体はコーポレートガバナンス・コードも肯定しているのではないかと理解しています。

ただ、他方で、それでは第5章の範囲が機関投資家だけに限られているかというのと、やはりそうではなくて、個人株主のことも念頭に置いていると思います。

○北村 ありがとうございます。

## 【議決権行使結果の開示のあり方】

○石田 原則5指針5-3で、投資先企業別の開示は日本では緩和されているというふうにご説明いただいて、その点に関してまず確認なのですが、それは結局、機関投資家がどこにどれぐらい投資しているかというのは極めて機密度の高い投資戦略上の秘密事項であるということから、日本ではこれはもう出さないでよいという配慮が働いたということなのでしょうか。

もう一点は、神作先生がどのようにお考えになるかというのをお聞きしたいのですが、利益相反状況の緩和、あるいは弊害防止ということでしたら、そもそも直接開示書類などを使って当該機関投資家に対しては開示をしても問題はなさそうだと思います。そういう方法をとれないのか、そのような方法についてどうお考えになるのかをお聞きしたいと思います。

○神作 第1の、議決権行使結果の開示については、有識者会議の中で実務界から、一番詳しく開示するとすれば、投資先企業ごと、議案ごとの開示が最も詳しい開示の方法になるけれども、実務的に集約しづらいということがあるようです。つまり、ある機関投資家が一元的に保有株式を管理していれば、投資先企業ごと、議案ごとの開示は割に容易なことかもしれませんが、違った部門において同一の投資先企業の株式を保有している、しかも議決権行使に係る意思決定を違う担当者が行っているというケースでは——実務では、実際にこのようなケースもあるということです——、実務的に議決権行使の結果について投資先企業ごと、議案ごとに個別に開示するのは難しいケースがあるというような指摘がなされました。

他方、報告の中でもちょっと申し上げたように、投資顧問会社などでは、議決権行使の結果については公表しないようにと資産保有者から言われているケースも実務上あるようでして、議決権行使結果の開示について、スチュワードシップ・コードでは割合概括的に、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表しましょうという緩やかな開示を求めているにすぎないのは、そのような実務界の声を踏まえたものと理解していま

す。

2番目のご質問の、利益相反の方針の策定と開示について、どのような方法がほかにとり得なかったかとおっしゃったのでしょうか。すみませんが、もう一度おっしゃっていただけませんか。

○石田 コードのコンプライ・オア・エクスプレインという形ではなくて、利益相反の弊害を防止するというのであれば、もういっそのこと法令で、機関投資家はその投資家に対して直接開示をするよう義務づける。それによって利益相反のおそれはこういうものがあるということを知らしめるような方法をとれなかったのかどうかということについて、お考えをお聞きしたいと思います。

○神作 私の理解では、既に一部の業態や業界法については、業法上、利益相反管理体制を構築して、その基本方針や対応策等についてディスクローズすることを義務づけられています。そういう意味では、一部についてはおっしゃるようなことに既になっているのではないかと思います。

もっとも、それは一部にすぎず、インベストメント・チェーン全体について一定の規範を提示するためには、このようなソフトローという形で、かつコンプライ・オア・エクスプレインを認めるという形で定めるほかなかったのではないかと。例えば、利益相反の開示について、資料2の7ページにあるように、信託銀行は100%になっているけれども、投資顧問は28%と、このように業種・業界によって非常に差が出ているというのは、ご指摘のように、法令により利益相反の管理と開示について規律があるかということと密接に関連しているのではないかと考えております。

○石田 ありがとうございます。

#### 【スチュワードシップ・コードの受入れの実態】

○森本 資料2について少しお教えいただきたいと思います。

3ページに「受入れ機関の内訳」というのがあります。その中で、年金基金、生損保、信託銀行という数字が挙がっていますが、国内の年金基金、生損保、信託銀行はほぼ受け入れていると理解し

ていいのでしょうか。お教えいただきたいと思えます。

それからそれとの関連で、8ページに「スチュワードシップ活動状況報告の公表」というのがあります。そのうち、例えば生損保あたりでも半分ということのようです。このスチュワードシップ活動状況報告というのは、その生損保等がスチュワードシップを受け入れてどのように活動したかを明らかにするものだと思うのですが、何かこれはちょっと低いのではないかと感じました。属性別というか、いろいろ差異があり、それが問題なのかもわかりませんが、ちょっと意外な感じがしました。

これは私の感想にすぎませんが、お教えいただきたいのは、前後して申しわけありませんが、レジメの30ページの最後にある透明性の確保のところにある公表項目と活動状況の報告との関係です。国内の生損保とか信託銀行については、もう少し積極的に公表してもいいのかなと思ったりもしたのですが、公表項目と活動状況の報告との関係についてお教えいただければと思います。

○神作 まず、資料2の3ページですけれども、信託銀行は100%、全部が受け入れています。日本の生損保もほぼ受け入れていると思いますけれども、年金基金については必ずしもそうではないと理解しています。ただ、GPIFという最大の年金基金はサイン・アップしてくれているという状況であると思います。業界によってサイン・アップの割合はかなり違うと指摘できると思います。

それからまた、そもそもこのスチュワードシップ・コードの有識者会議の中には、銀行の方が最初からいらっしやらなかったわけですけれども、本来銀行がこういったスチュワードシップ・コードの対象にならないのかどうかというのは、それ自体、一つの論点となり得るように思われます。ただ、銀行が金融機関としてどのように位置づけられるのか、フィデューシャリー的な位置づけなのかどうかというのは、これは国によっても取り扱いが違うところであり、非常に難しい論点ではあるかと思えますけれども、そもそも銀行が含ま

れていないことは論点としては指摘し得ると思います。

それから、公表についてですけれども、実はスチュワードシップ・コードについては、コンプライ・オア・エクスプレインについてきちんとした分析がまだあまりなされていません。コーポレートガバナンス・コードのほうがむしろ東京証券取引所が非常に熱心にさまざまな分析をされています。スチュワードシップ・コードも、例えば投資顧問業界について言うと、投資顧問業界がインタビューやアンケートも踏まえたスチュワードシップ・コードの履行の状況、開示の状況等についての分析を行っていますけれども、全体を通じた評価というのがそもそもまだ十分ではないという問題があるかと思えます。その原因としては、ご指摘いただきましたようにスチュワードシップ活動状況報告がなされていないということがあると存じます。議決権行使以外のスチュワードシップ活動のあり方については、そもそも、どのように何を行うのか、模索中の金融機関が少なくないということかもしれません。

もっとも、スチュワードシップ活動の開示が不十分であるとすると、根幹となるコンプライ・オア・エクスプレインのメカニズムが全然働かないのではないかという根本的な批判につながり得ます。ご指摘のとおり、スチュワードシップ・コードについては、そもそも開示自体が不十分ではないかという面と、コンプライ・オア・エクスプレインでエクスプレインされた部分についての評価もまだ極めて不十分であると、こういう状況があるように思います。

金融庁も今回、フォローアップの会議のために、サイン・アップした金融機関の公表状況について取りまとめてくれていますけれども、もう少しスチュワードシップ・コードについてもスチュワードシップ活動の実態について開示がなされ、あるいは場合によっては聴取等を行い、きちんと評価していかないと、当初に期待したようなスチュワードシップ・コードの目的が達成されないように感じております。

○森本 ありがとうございます。

【スチュワードシップ・コードにおける利益相反の意義】

○龍田 石田先生のご発言と重なりますが、利益相反に関する限り、重要な事項については既に法令の定めがあります。一定の事項を禁止するとともに、違反した場合の効果についても定めています。例えば社債の管理会社についてはそういう定めがありますね。投資顧問についてもあるのではないかと思います。法令が定めていない、その外側にある事柄であって、コンプライ・オア・エクスプレイン、開示してもらわないと困る問題を、幾つか具体的な例を挙げて説明していただけるとありがたいと思います。

○神作 先ほど申し上げた例ですと、例えば生命保険会社が生命保険商品を販売しようとしている企業に対して投資を行い、営業目的から当該企業の株式に係る議決権行使について会社提案に賛成するような議決権の行使をするという例が一つの典型例であると思います。同様のことは機関投資家が保険以外の各種の金融サービスを提供しており、投資先企業から提供している金融サービスの対価を受け取っている場合に一般的に生じ得ます。そのような関係性自体によって、最終投資家のための純粋な株主としての投資判断ですとかエンゲージメントから乖離した判断や行動がなされる可能性、すなわち判断や行動にバイアスがかかる可能性があります。このようにバイアスが生じることについては、法規制によって完全に禁止するというようなことは必ずしも容易でないと思いますし、他方で、例えば株主の議決権行使とかエンゲージメントは、そういった営業部門とか他のサービス提供部門とは切り離された、チェーンズウォール等が引かれた独立した判断で行うこととし、そのことをきちんと説明できれば、それはそれで納得を得ることができるように思います。会社法上の利益相反よりも広い意味で利益相反という概念が使われているように思われますが、株主権行使に関しバイアスが生じることを想定し、



利益相反管理体制の整備とその開示によって解決しようとしているのだと思います。

コンプライ・オア・エクスプレインが機能するのは、そのような機関投資家の対応が説得的であるか、合理的であるかを関係者が判断することによってであると理解しております。まさに先生がご指摘されましたように、法で規制されていない通常よりも広い意味における利益相反についてのコンプライ・オア・エクスプレインというのは、他の金融サービスや金融商品の提供等によって株主としての意思決定やエンゲージメントに係る判断がゆがめられていないのだということを明らかにする、そのための方針を定めて明らかにし、関係者がそれを評価するというプロセスによってベスト・プラクティスを実現しようとするもので、私はこのようなタイプのソフトローには一定の意義があると考えています。

○龍田 ゆがめられては困るのはその通りですが、ゆがんでいるか否かはどのようにして判断するのでしょうか。また、ゆがんでいても法令違反ではないとしますと、コード上は何か効果があるのでしょうか。

○神作 スチュワードシップ・コードは、法的規範ではない以上、法的なサンクションは課されません。あとはまさに、顧客、関係者、より一般的には市場が機関投資家の開示と行動を見て、例えば投資顧問契約を更新しなかったりする等で機能するということが期待されていると思います。それが実際に機能し得るのかということについては、もちろん疑問の声もあろうかと思いますが、一方では利益相反という概念が、特に金融の分野では、例えば手数料の徴取などについても利益相反だと言われることがあるように、利益相反という概念が大変広がってきています。そのような広義の利益相反について適切な規律をしていく一つの試みとして、利益相反の方針を策定しそれを開示するとともに、関係者とりわけ資産保有者がそれを評価することには、一定の合理性が認められるのではないかという気がいたします。

○龍田 ありがとうございます。

○洲崎 生命保険会社の利益相反の話が出てきましたので、これについて質問をさせていただきます。今回のスチュワードシップ・コードでは、生命保険会社が団体保険を売ると引き換えにその会社の株を物言わぬ株主として持ち続けるという行動が一つのターゲットになっているのかなと思います。この点に関して、利益相反のある投資先については利益相反の管理の方針を明らかにしなさいということで、今神作先生がおっしゃったように、チャイニーズウォールを設ける、要するに保険を販売する部門と、投資をし、株主としてどのように行動するかを決定する部門を別にしますというような方針を皆さんは出してきておられると思うのです。確かにそういう方針を掲げていると、団体保険を買ってくれるのならおたくの株を買いますよというような取引は今後はしづらくなると思うのですが、しかし、そういう関係というのは既にたくさん存在しているのです。生命保険会社は団体保険を既にたくさん売っていて、その売り先の株をずっと保有していると。3年前の日本私法学会のシンポジウムで、早稲田大学の宮島英明教授が当日の報告の中で大変興味深い分析をされていて、機関投資家の行動の中でも生命保険会社の行動には際立った特徴があって、他の機関投資家は、パフォーマンスが悪い株は全て売ってしまうけれども、生命保険会社は、パフォーマンスの悪い会社の株もずっと持ち続けるということをやっていたのです。つまり、政策投資としか説明ができないようなことが生命保険会社では既に行われているということで、私もなるほどなあと思ったのですけれども、そういう現状というものが既に存在している場合には、いくら今後の方針を明らかにしても、過去の、つまり現在存在しているものを変えるというところまでは行きにくいのかなという気がするのです。今回のスチュワードシップ・コードも、それを減らすというところまでは踏み込めなかったのかなという気はするのですが、そのあたりはいかがでしょうか。

○神作 まさにご指摘のとおりで、スチュワー

ドシップ・コードにおける利益相反に関する原則が割にすんなり入った理由というのは、法令等ですでに行わなければならない部分はもう既にやっていますということで、それから一部の人はエクспレインで行きますということで、あまり大きな異論がなくコードに盛り込むことができたと感じています。実は利益相反に関する原則について、私は、個人的にはスチュワードシップ・コードを策定する際に大きな論点になるのではないかと思いますのですけれども、あまり強い反対とか議論もなく、すんなりと通ったと感じています。その理由は、洲崎先生が指摘されましたように、既に現状あるところというのは、形を整えれば、実質はあまり変えなくても済むということがあったのかもしれません。

しかし、ご指摘いただいた投資運用のパフォーマンスが下がるということになると、今度は利益相反を超えた一般的な機関投資家の責任が生じ得ると思います。それはしかし、むしろウォール・ストリート・ルールと申しますか、スチュワードシップ責任を果たしても業績が上がらないということになりますと、売却するという方針も検討の対象になりますので、株を持ち続けてエンゲージメントするというのとはまた違った側面が問題になるかもしれません。そのような場合は、利益相反に係るスチュワードシップ・コードの原則を超えた規範から一定の制約がもたらされる可能性は否定し得ないと思います。他方で、スチュワードシップ・コードによって今ご指摘いただいたような点が実際にどれだけ変わったのか、特に既存の部分についてどれだけ変わったのかということについては、私も十分な知見がないのですけれども、たしかにそれほど大きな変化は生じていないのかもしれません。

#### 【株主との対話とインサイダー取引の関係】

○川口 株主のエンゲージメントについてお伺いしたいのですけれども、日本版スチュワードシップ・コードの原則3で、スチュワードシップ責任を適切に果たすために、当該企業の状況を的確

に把握すべきであるとあります。その指針の3-3によると、かなり細かいことまでもきちんと把握しなさいということになっています。それを踏まえて原則4では、情報を集めて問題の改善に努めるべきとあります。これらの点で、かなり経営に対して関与するといえますか、エンゲージすることを要求しているわけです。

そうしますと、建設的な対話の中で機関投資家にいろいろな情報が入ってくるのではないかと思います。例えば将来の計画であるとか、そのようなものについての議論が当然なされるはずだと思うのですが、そうすると、インサイダー取引の問題が生じ得るのではないのでしょうか。すなわち、現在のインサイダー取引規制においては、かなり早い段階から重要事実と認定されてしまいます。この段階でインサイダー取引規制にかかってしまうわけですね。おそらく、このことを前提に、原則4の指針4-3では、最後のところで、重要情報を受領することについては慎重に考えるべきとあるのではないかと思います。ただ、そうすると、かえって建設的な対話もできなくなる可能性があるのではないのでしょうか。もし、重要事実に該当する情報が入ってくる可能性が高いのであれば、注のところに書いてあるのですけれども、今度は売買を中止しろという話になってくるわけです。

機関投資家にもいろいろあると思うのですけれども、基本的には株を売ったり買ったりしてもうけているようなものがたくさんあるでしょう。そういうものを念頭に置いた場合、インサイダー取引になるため、売れなくなってしまう、買えなくなってしまうという懸念が出てきます。本業に差し障りが出てくることになります。こんなことになるくらいならば情報を集めないほうがよいということにならないのでしょうか。原則3で的確に把握せよと言われているけれども、真面目に取り組まないほうがいいのではないかという判断にならないのでしょうか。

こうなると、結局、原則3と原則4はあまり意味がないもの、空文化するような気がします。この点についてお考えをお聞かせいただければ幸い

です。

○神作 原則3や原則4が考えている建設的な対話というのが一体どの程度の機密情報に基づいてなされることが前提とされているのかということですが、私の印象では、機関投資家との対話の中で内部者情報が持ち出されるということは基本的にはないのではないか、実務の実態もおおよそそのようなものであるという前提で議論がなされたと理解しています。

もっとも、そうはいっても、では内部者情報が伝達されることはあり得ないかということ、それはそうではありませんので、川口先生にご指摘いただいた資料1の10ページの注10において、インサイダー取引規制に抵触することがないような心構えと体制整備が必要だということが述べられています。しかし、実務の方たちのご発言などから、機関投資家との対話で内部者情報が扱われるということは、ケースとしては一般的ではないのかと理解しています。そうだとすると、では一体建設的な対話というのは何なのかということが問題となるわけですが、基本的には、経営方針や経営戦略など、個別具体的な重要事実からは離れた一般的、大局的な問題などについて意味のある建設的な対話がなされることが主として念頭に置かれているように思います。

先ほどもちょっと申し上げたのですが、もし金商法上のルールとして選択的開示の禁止が入れたら、スチュワードシップの考え方や実践との間に抵触が生じる可能性があると思っています。逆に申しますと、もし選択的開示の禁止が広い範囲で適用されるということになると、今私が申し上げたような意味におけるスチュワードシップ責任の履行も難しくなり得ると思っています。現在、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでは、選択的開示についての規律を入れるべきだという方向で議論が進んでいると私は受け止めていまして、それが入るとなると、目的を持った建設的な対話との関係でシビアな問題が生じ得るのではないかという気がします。

○黒沼 今の点に関連してお伺いしたいのです

けれども、私はこの原則3と原則4は、対話において重要情報は開示されない前提でこれらの原則ができていくということと、選択的開示が禁止された場合にこういった原則を守れるかどうかという問題になってくるという点がちょっと理解できなかったのです。選択的開示の禁止の対象も重要情報でありまして、主に想定されている問題は、いずれ広く公表される決算情報などを早期に一部の投資家に開示することを禁止するかどうかということです。そういう話は、投資家との対話による企業価値の向上とか、あるいは受託者責任の履行ということの障害にはならないのではないかと思うのです。なぜ選択的開示の禁止がスチュワードシップ責任の履行の障害になるとお考えになっているのかをもう少し説明していただけますか。

○神作 選択的開示の対象となる情報の範囲をどのように理解するかということだと思っておりますが、重要事実と一致するならば、黒沼先生のご指摘のとおり問題はないと思います。しかし、重要事実プラス例えば法人関係情報も含まれますというような形で広がっていくと、例えばエンゲージメントをしようとしたときに、いや、これは法人関係情報に含まれるのでということで対話が途切れてしまうというおそれがないかが気になっているわけです。ご指摘のように内部者情報に限る、重要事実に限る、あるいは決算情報に限るというようなことをすれば、私もあまり問題はないと思いますが、選択的開示の禁止の範囲をどのように考えるのかということに依存するのではないかとというのが私の理解です。

○黒沼 わかりました。ちょっと議論がかみ合わないかもしれないのですが、法人関係情報として府令で定められているのは包括的な重要な会社情報ということで、金商法のように具体的に列挙されてはいないけれども、重要な事実であることには変わりはないというのが私の認識でした。しかし、実務ではそれとは違うような捉え方もしているのかもしれない。

【スチュワードシップ責任と受託者責任】

○伊藤　あまり具体的ではない話になって恐縮なのですが、私、スチュワードシップ・コードの話が出てきた当初から、これがどういう存在なのかどうしてもわかりにくかったのですね。そこで基本的なところを2つ伺いたいと思います。

まずは、本日の神作先生のご報告の中にも何回か出てきていた話で、日本版スチュワードシップ・コードの場合、大きな目的といいますか指導原理のようなものとして、投資先企業の企業価値を向上させましようとか、投資先企業の持続的な成長を促しましようという話が出てきていました。一方で、もともと機関投資家は受託者責任を果たさなければならない。スチュワードシップ・コードでは、スチュワードシップ責任を果たさせようという形でその話が出てきています。そこで、その2つの話の関係が結局どうなのかということです。

神作先生のお話ですとか英国の状況を見ていると、本来はむしろ機関投資家にスチュワードシップ責任を果たさせるということがメインのはずで、ただ日本の場合、コードを策定する経緯から、どうしても企業価値の向上という話がコードの中身に日本語としては入ってきてしまいます。けれども、本当はその話は受託者責任というか、スチュワードシップ責任を果たさせたら、その結果として投資先企業の企業価値が上がるのではないかという、そういう関係なのではないかと私個人は感じていまして、その理解でいいのかをまず伺いたいです。

それからもう一つは、このコードで言われているスチュワードシップ責任と、2009年の金融審議会の資料でも出てきていた受託者責任との関係です。ある意味では、スチュワードシップ責任というのは受託者責任を具体化しているようにも見えますし、ある意味では、受託者責任よりは幅が広いもののように思えます。それもあって、その2つの関係がやはりわかりにくく感じます。特にスチュワードシップ責任というものだけを前に出して強調すると、もともと機関投資家が受益者に対して受託者としての責任を負っているということ

がかえってぼやけてしまうのではないかというふうにも感じています。受託者責任を確保するためには、ソフトローでは足りないのではないかと私は感じていまして、それもあって、その2つの責任の関係を伺いたいと思います。

○神作　私の理解では、スチュワードシップ責任というのは、英国においても、日本においても、最終投資家に対する受託者責任なりフィデューシャリー・デューティーというのとは、やはりちょっと議論の方向が違っていまして、コーポレートガバナンスという観点が入ってきている点がスチュワードシップの議論の特徴ではないかと思いません。伝統的に受託者責任とかフィデューシャリー・デューティーと言うときには、機関投資家の最終投資家ですとか契約相手に対する法的責任が問題になっていると思いますけれども、スチュワードシップ責任というのは、あくまでもコーポレートガバナンスという枠組みの中で、機関投資家は一体どのような役割を果たすべきかという観点が中心にあるのだと思います。

スチュワードシップ責任と受託者責任が違わしたら両者の関係が不明確になり、受託者責任が不明確になってしまうのではないかというご指摘をいただきました。確かに、スチュワードシップ責任と受託者責任の間には矛盾・対立する要素が含まれているように思います。たとえば、パッシブな投資戦略をとっている機関投資家がエンゲージメントにコストをかけて、かえってパフォーマンスが悪くなっているという状況を想定すると、スチュワードシップ責任の遂行によりかえって受託者責任が果たされないのではないかという問題はあり得るかと思えます。

スチュワードシップの考え方として、徹底的なパッシブな戦略をとってエンゲージメントはしませんという余地は認めていますので、そのような戦略というのはあり得るわけですから、特に法的な責任としてのフィデューシャリー・デューティーがある場合には、やはりそちらが優先されることとなります。しかし、いわばそれと両立するような形で、機関投資家が株式を保有している以上

は、一定のエンゲージメントをしてくださいねというメッセージを送っているわけですし、私と本日は英国の状況について少し詳しくお話しさせていただいたかという、まさに英国では、スチュワードシップ・コードが制定された沿革を見ると、かなりの割合の株式を持っている機関投資家が企業不祥事を放置していたのではないかと、そのことに対する社会的批判から出発しており、法的責任として論じられ、発展してきたものではありません。株主、特に機関投資家に対してコーポレートガバナンス上の一定の非法的な責任を課すというのがこの議論の発端であって、他方、だからといって、では最終投資家の利益を無視していいかという、もちろんそうではなく、その2つが両立することが目指されているわけです。けれども、実際には、必ずしもうまくいかない場合があるのではないかと、かえって受託者責任が不明確になるおそれがあるのではないかとのご指摘は、おっしゃるとおりだと思います。

この議論は企業の社会的責任の議論に非常に似た面がありまして、社会的規範としての企業の社会的責任が本当に株主価値の最大化に結びつくのかということ、場合によっては、やはり矛盾・対立する要素があることは否定し得ないと思います。

○前田 受託者責任との関係についてお教えいただきたいのですが、コード自体は法的拘束力を持つ規範でないということはよくわかりました。しかし、そうしますと、機関投資家がコードの受入れ表明をすることに法的には何の意味もないのかということ、コードの受入れ表明をしたということは、コードに従って資産運用等を行うということが機関投資家と顧客・受益者との間の契約内容にはなると考えていいのではないのでしょうか。契約内容といっても、インベストメント・チェーンが複雑になってきますと、誰が誰に対して義務を負うのが複雑になるとは思うのですが、機関投資家がコードの受入れ表明をすることにはそういう法的な意味があると理解したいのですが、いかがでしょうか。

○神作 私が間違っているかもしれませんが

ども、コードをつくったときは、サイン・アップしたからといって、それが直ちに契約内容になるわけではないという理解をしていたのではないかと思います。もっとも、スチュワードシップ・コードを特にサイン・アップした上にコンプライしていると表明することによって何らかの法的責任が惹起されないかという問題は、当然に生じると理解しています。そのような表示とか表示にかかわる問題は、また別個に生じ得ると思いますけれども、コードにサイン・アップしたからといって、その内容が当然に契約内容になったり、善管注意義務の内容がそれによって規定されたりすることは直にはないのではないかと思います。

#### 【スチュワードシップ責任の目的】

○伊藤 質問の1つ目について確認させていただきたいと思います。要は、企業価値の向上ということが割と正面から言われているけれども、本来はスチュワードシップ責任を果たさせるということのほうがメインというふうに考えておいてよいかということですが、それでよろしいですか。

○神作 英国コードはそのような考え方に立っているのではないかと思いますけれども、日本の場合は企業価値の向上とか中長期的な成長自体を直接にスチュワードシップ責任の目的としているようにも読めます。もっとも、解釈の余地があるのかもしれませんが。私は、ご報告の中で申し上げたように、これを直接の目的とするというのは、まだ因果関係も証明されているわけではないと思いますので、そういう意味では、伊藤先生のように私も理解しており、そのような趣旨からご報告させていただいたのですが、日本版スチュワードシップ・コードが本当にそういう考え方に則っているのかというのは、ちょっと自信がないところです。

○前田 まだ議論があると思いますが、時間になりましたので、本日の研究会はこれで閉会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した。

## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

# 日本版スチュワードシップ・コード

## —英国コードとの比較を中心として—

2016年3月25日  
東京大学 神作裕之

1

### 目次

- I 背景—機関投資家のエンゲージメント
- II 日本版スチュワードシップ・コードの経緯
- III 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要
- IV 日本版スチュワードシップ・コードの概要
- V スチュワードシップ・コードの意義と問題点
- VI 日本版スチュワードシップ・コードと責任投資
- VI 実態
- VIII 近時の金融行政の動向
- X フォローアップ

2

## I 背景－機関投資家のエンゲージメント

- 機関投資家のエンゲージメントにより企業価値が向上するという期待(1)
- 機関投資家によるエンゲージメントが不十分であるという認識(2)

(2)の理由は？

### ① 機関投資家の「受動的な」投資戦略

分散投資

インデックス投資

⇒「ウォール・ストリート・ルール」(売却するか保有し続けるかの選択)が趨勢

コスト・ベネフィット⇒「合理的な無関心」「合理的なrationally reticent」

ポートフォリオに組み込まれた多数の世界各地の株式会社の株式

より良いエンゲージメントを行うための情報はあるのか？

各地のコーポレートガバナンスの枠組みの相違は捨象できるのか？

－そもそも株主権の内容は各国の株式会社法により定まる

フリー・ライド問題－商売敵に塩を贈る

上記のような機関投資家の株式保有比率の増大

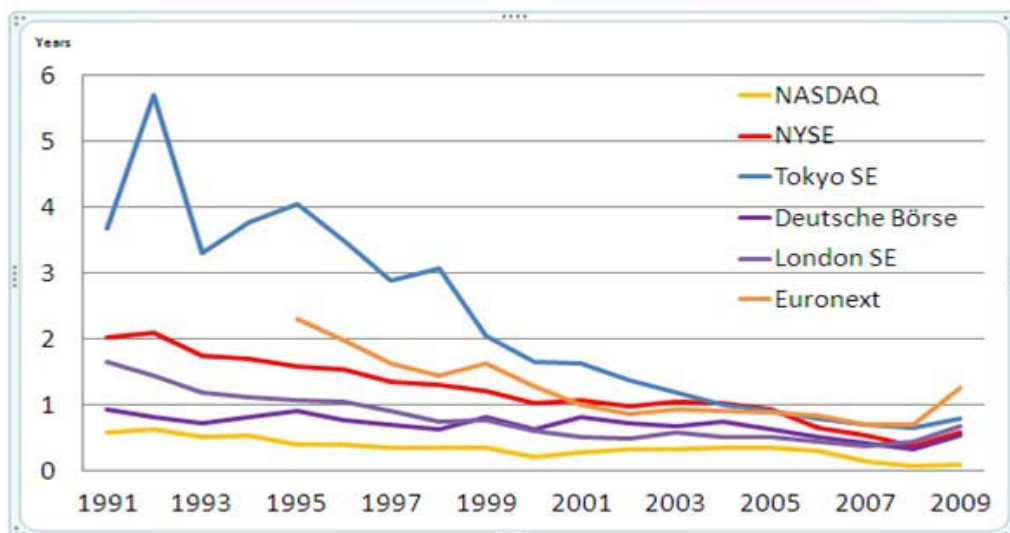
3

## I 背景－機関投資家のエンゲージメント

### ② 機関投資家の株式保有期間の短縮化

とくに、日本においてその傾向は著しい

IMPACT ASSESSMENT, Accompanying the document PROPOSAL FOR A DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, SWD(2014) 127 finalより抜粋



4

## I 背景—機関投資家のエンゲージメント

### ③海外機関投資家の保有比率の上昇

EU全体の上場企業の外国人による株式所有比率は、44%  
日本の上場企業の外国人所有比率は、31.7%(過去最高)  
(東証・大証・名証・札証「2014年度株式分布状況調査の調査結果について」<<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000010nfj-att/bunpu2014.pdf>>  
⇐海外機関投資家にとって議決権行使をはじめとするエンゲージメントを実効的に行うことの困難さ

【参照】 日本への対応

●全国株懇連合会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」(平成27年11月13日)

5

## I 背景—機関投資家のエンゲージメント

### ④株式の持合

持合株式が株主による実効的な議決権行使を妨げているという議論

【参照】 コーポレートガバナンス・コード

【原則1-4】 政策保有に関する方針

➢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・合理性についての具体的な説明

➢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

2015年11月に3メガバンクが政策保有株式削減に向けた具体的な取り組み方針、数値目標を公表

⇒今後5年程度かけて取得原価ベースで2兆円規模、時価ベース4兆円を超える株式が売却される見込み

6



## I 背景－機関投資家のエンゲージメント

### ⑤インベストメント・チェーン問題

議決権・株主権行使の実際上の困難性

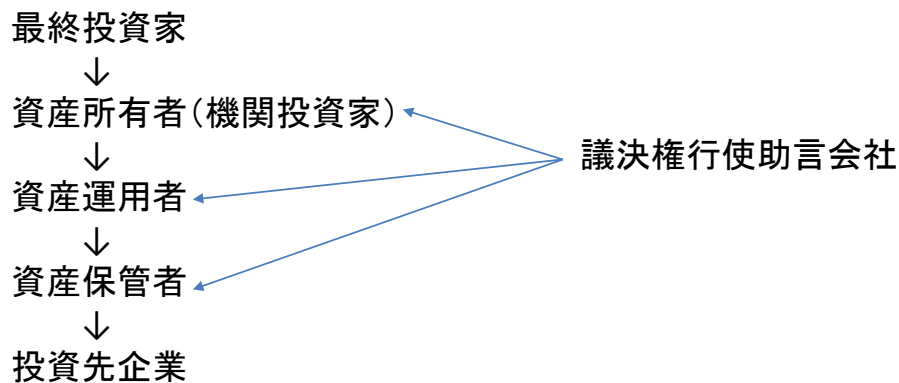
インベストメント・チェーンの意義

「所有」と「所有」の分離

株主権に係る権限のアンバンドリング(分解)現象

とくにクロスボーダーの投資で、株主のエンゲージメント不足問題が顕在化

議決権をはじめとする株主権の行使を迅速・低コストで行い得るのか？



7

## II 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 1 策定の経緯

平成25年8月

「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」(金融庁)の設置  
5回の検討会を開催

平成25年12月26日

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「責任ある機関投資家」の諸原則(案)《日本版スチュワードシップ・コード》  
～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～  
パブリックコメント手続

<<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20131226-6/01.pdf>>

平成26年2月27日 確定

「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》  
～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～

<<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>>

8

## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 2 「コンプライ・オア・エクスプレイン(遵守せよ、さもなければ説明せよ)」規範の導入

#### ①平成26年会社法改正

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

事業年度の末日において監査役会設置会社であるとともに、公開会社・大会社であり、かつ、有価証券報告書提出会社である会社は、社外取締役を置いていない場合には、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない(会社法327条の2)

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)

#### ②日本版スチュワードシップ・コード

#### ③コーポレートガバナンス・コード

➢有価証券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

➢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

9

## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 3 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景

(1)日本再興戦略(平成25年6月14日)

<[http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf)>

「公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用(分散投資の促進等)、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。」(同51頁)

⇒企業価値の向上、ひいては日本経済の活性化への期待

10

## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 3 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景

(2)金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告書「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」(平成21年6月)

< [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf) >

#### ①投資者による議決権行使等をめぐる問題

「投資者の機関化が進み、年金や、これらの資産を運用する運用機関の市場における影響力が大きくなっている。機関投資家は、その背後にある多数の一般の契約者や加入者に対して受託者責任を負っており、議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成するものである。この点についての一層の明確化を通じて、機関投資家による適切な議決権行使の徹底を図っていくことが重要である。」として、①議決権行使に関するガイドラインの作成及び公表、②議決権行使結果の公表等について示唆(同14頁以下)。

#### ②株主・投資者による経営との対話の充実

「株主・投資者においては、株式売買や議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、これらを背景に、日常から、経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要となる。」(同17頁以下)

11

## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 3 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景

(3) 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システムに関する報告」(平成25年11月1日)

「機関投資家は、企業の経営を規律付け、企業に中長期的な投資を促し持続可能な成長を促していくために、企業と建設的なコミュニケーションを行うことが重要である。こうした対応を通じて、機関投資家は適切に受託者責任を果たすことができる。…

このための具体的な方策の一つとして、日本版スチュワードシップ・コードの策定がある。スチュワードシップ・コードは、機関投資家の投資先企業への望ましい関係のあり方を示したものである。既に英国において策定されているスチュワードシップ・コードを念頭に置きつつも、機関投資家と企業との建設的なコミュニケーションによって企業の持続的成長を実現することを重視し、日本の実情に応じた日本版スチュワードシップ・コードが策定することが望まれる。これを契機として、機関投資家と企業のコミュニケーションの質が高まり、信頼関係がより強まり、中長期的な資金確保に重要な役割を果たすことが期待される。」

12

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 1 意義および目的

財務報告評議会「英国スチュワードシップ・コード」(2010年制定、2012年改訂)

FRC (Financial Reporting Council), 'The UK Stewardship Code'

➢コーポレートガバナンス・コードを前提に、それを支える役割

cf. FRC「英国コーポレートガバナンス・コード」(2010年制定、2012年改訂)

#### (1)「スチュワードシップ(stewardship)」の意義

本来の意味

スチュワードシップ・コードの文脈においては、「責任ある思慮ある所有 (responsible and thoughtful ownership)」とされる

⇒受託者責任、信託義務 (fiduciary duty) との親近性

⇒他方、最終的な投資家(「根源的な資金提供者」)の繁栄の観点から、資産保有者・資産運用者・サービス・プロバイダー(議決権行使助言会社・投資コンサルタント)なども含むいわゆる投資の連鎖 (investment chain) を視野に入れたスチュワードシップ(同コード前文1参照)

13

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 1 意義および目的

#### (2)「エンゲージメント(engagement)」の意義

「エンゲージメントとは、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構造およびコーポレートガバナンス(企業文化や報酬を含む)に関する事項や次期株主総会の議案をめぐり会社との間で行われる目的をもった対話」と定義(同コード原則1指針参照)

「エンゲージメントとは、それによってスチュワードシップの責任が果たされることになる手段をいう」(Fair Pensions submission to FRC Stewardship consultation (April 2010), at 18

<[http://www.fairpensions.org.uk/sites/default/files/uploaded\\_files/documents/StewardshipCodeFairPensions.pdf](http://www.fairpensions.org.uk/sites/default/files/uploaded_files/documents/StewardshipCodeFairPensions.pdf)>)

14

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 1 意義および目的

##### (3) 2012年改正スチュワードシップ・コードによる「スチュワードシップ」概念等の明確化

「効果的なスチュワードシップは、会社、投資家および経済全体の利益になるものである。」(同コード「スチュワードシップと本コード」1参照)

「投資家にとって、スチュワードシップは議決権行使以上のものであり、経営を監督し、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成、企業文化や報酬を含むコーポレートガバナンスについて会社とエンゲージメントを行うことである。エンゲージメントとは、これらのテーマおよび株主総会の決議事項について会社と目的を持って対話を行うことである。」(同コード「スチュワードシップと本コード」4参照)

15

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 1 意義および目的

##### (4) スチュワードシップ・コードの目的

①「資産運用者と投資先会社との間のエンゲージメントの質を向上させ、株主に対する長期的かつリスクに適合的なリターンを高めることに資すること」(FRCの説明)

<<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>>

②会社の報告制度とコーポレートガバナンスを最高の質に高めるために、コーポレートガバナンスの体制としては「遵守せよ、さもなければ説明せよ」のアプローチを採用し取締役会におけるベスト・プラクティスの加速を目指す、取締役役に説明責任を果たさせるに際し投資家に中心的な役割を担わせるものとし、そのための行動規範を定めるもの(FRCの説明)

<<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards.aspx>>

cf. エンゲージメントの健全な基礎を作ることにより、コーポレートガバナンスと投資プロセスとの間に必要なより強い結び付きを創設(2010年版の序文)

<<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/The-UK-Stewardship-Code.aspx>>

③投資先企業が長期的かつ持続的なパフォーマンスを上げることに對し、機関投資家が影響を与え得ることについて、機関投資家の自覚を促す(Sergakis, at 119)

16

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 2 沿革

- 伝統的に機関投資家は、「不在地主 (absentee landlords)」との評価
- 1990年代以降 株主アクティビズムの公認
  - 1991年 ISC (Institutional Shareholders' Committee; 現在は Institutional Investor Committeeと改称)「英国における機関株主の責任に関するステートメント」公表
  - 1992年 キャドベリー・レポート(「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチを提唱、ガバナンスと大株主の関係に言及)
  - 1998年ハンペル・レポート
  - 1998年 FRC (Financial Reporting Council)「統合規範 (Combined Code)」制定
  - 2002年 ISC「機関株主および代理人の責任: 原則ステートメント」を公表
- 2007年～2009年 金融危機・経済危機の発生

17

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 2 沿革

2009年 ウォーカー・レビュー (David Walker, 'A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations', (26 November 2009) < [http://www.hmtreasury.gov.uk/walker\\_review\\_information.htm](http://www.hmtreasury.gov.uk/walker_review_information.htm) > において、FRCがスチュワードシップ・コードの制定とレビューについて責任をもつべきと提言

2010年 「統合規範」の廃止

FRC 英国コーポレートガバナンス・コードの制定

FRC 英国スチュワードシップ・コードの制定

2010年のスチュワードシップ・コードは、金融危機・経済危機を踏まえ、企業のリスクを低減し適正化するために投資家によるコントロールに期待するという側面をもつ

← 機関投資家のエンゲージメントのあり方を修正し、投資プロセスとコーポレートガバナンスのより強い結び付きを作り出し、ひいては株主に対する長期的なリターンの向上に資するため(FRC議長Hogg氏発言)

2012年 英国スチュワードシップ・コード改訂

18

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 3 2012年英国スチュワードシップ・コードの改訂について

- 7原則については、若干の文言の修正はあるものの、実質的改訂はなされていない(ガイダンス・ノートの修正箇所は少ない)
- 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチに若干の修正を加え、遵守しない場合には、たんに「説明」をすれば足りるのではなく、「意味のある説明(meaningful explanation)」を要するものとした
- ⇒同コードの提示する原則を維持するため、説明により明確な合理性を要求する趣旨
- ⇒投資家は、「意味のある説明」により、それを評価し、当該スチュワードのスチュワードシップについての基本的な考え方を理解することが可能となる
- 「スチュワードシップ」概念等の明確化(スライド10参照)
- 資産保有者の役割の明確化、集团的エンゲージメントに関する情報提供の強化、スチュワードシップ・コードの適用範囲の拡大(海外機関投資家のサイン・アップを認める)など

19

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 4 概要—7原則

原則1: 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を開示すべきである。

原則2: 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定し、公表すべきである。

原則3: 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。

原則4: 機関投資家は、スチュワードとしての活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。

20

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 4 概要—7原則(その2)

原則5:機関投資家は、必要に応じて他の投資家と協働すべきである。

原則6:機関投資家は、議決権行使及び議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。

原則7:機関投資家は、スチュワードシップに係る行動及び議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

21

### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 5 特徴

①コーポレートガバナンスについての基本的な考え方を明確化

⇒ 取締役会が第一次的な責任を負うが、会社のガバナンスとりわけ「スチュワードシップ」の責任は取締役会のみならず機関投資家にも認められるべき(同コード「スチュワードシップと同コード」2参照)

②コーポレートガバナンス・コードと併せて機能すべきもの

③株主(機関投資家)の行為規範、とりわけ短期的なリターンのみを追求すべきではなく、経営者との批判的な対話を重視

←もともと、短期的なリターンの追及が問題であるのか、中長期的なリターンの追及が問題解決のための手段であるのかは争いがあるところ

—英国スチュワードシップ・コードの立場は？

22



### Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 5 特徴

④しかし、③の考え方を義務化するのではなく、同コードの適用を受けるかについてサイン・アップすることを要するとともに、個別の原則については、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」というソフトロー・アプローチを採用

⑤機関投資家については、定義を置かないが、資産保有者(asset owner)と資産運用者(asset manager)とを区別し、適用規範を異にする。

さらに、サービス・プロバイダー(議決権行使助言会社・投資助言会社等)にも適用されることを明記

なお、英国で認可された資産運用業者に対しては、同コードの適用を受けるかどうかについての決定をFRCに届け出ることを義務付け

⑥定期的な見直し(2年)

23

### 【参考】 EU法の動向

#### (1) スチュワードシップ責任の法定化の試み

##### EU株主権指令の改正提案

—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(以下、「本指令改正案」という)

● 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)

本指令改正案の現状

欧州議会第一読回

2015年7月8日 本指令改正案に対する欧州議会による修正

● Amendments adopted by the European Parliament on 8 July 2015 on the 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)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD))

24

## 【参考】 EU法の動向

### (2) 本指令案の目的

今日の社会のニーズに適用し、変化しつつある経済環境に適用するため

最終目標: EU企業の成長促進、雇用の場の拡大および競争力の強化

『欧州2020(“Europe 2020”)』

欧州における事業環境の発展・EUのコーポレートガバナンスには不十分な点があるとの認識

- ① 株主と経営陣とのエンゲージメントが不足している
- ② コーポレートガバナンスに関する開示・透明性が不足している

欧州委員会における「欧州会社法とコーポレートガバナンスに関する」アクションプラン

### (3) 本指令改正案の主な内容

- ① 投資先企業と資産保有者・資産運用者の間におけるエンゲージメントのレベルと質の向上
- ② 会社経営者の報酬とパフォーマンスとの間のより良い結びつきの創設
- ③ 利害関係者取引に関する透明性の向上と株主による監視の強化
- ④ 議決権行使助言会社の助言の責任と質の確保
- ⑤ インベストメント・チェーンにおける議決権行使を含むクロスボーダーの情報伝達の容易化、とりわけだれが株主であるかの認識

25

## 【参考】 EU法の動向

### (4) 本指令案におけるエンゲージメントの定義

#### ● 本改正指令案の定義(1条(h)項)

「株主エンゲージメント」とは、株主が単独または他の株主と協働して、戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成およびコーポレートガバナンスなどの重要な事項について、会社と対話し、株主総会で議決権を行使することにより、投資先企業を監視することである。

26

## 【参考】 EU法の動向

### (5) 本指令案のステュワードシップ責任に係る規律の概要

本改正指令案3f条～3h条

- 株主のエンゲージメントに関する基本方針を策定するものとする—とりわけ、株主のエンゲージメントに関係して生じている、あるいは生じ得る「利益相反」の管理を行うこと
- 当該基本方針は、開示しなければならない
- 当該基本方針の策定をせず、あるいは、エンゲージメントの結果を公表しないときは、その理由について「明確かつ合理的な」説明をしなければならない(『コンプライ・オア・エクスプレイン』ルールを採用)
- 機関投資家は、投資戦略が運用すべき財産のプロファイルと残存期間にマッチしたものであること、および、運用資産の長期的なパフォーマンスに資することについて、それがどうしてそうなるかを公衆に開示しなければならない
- 機関投資家が資産運用者を用いるときは、資産運用者との間の契約の主要な事項について、3g条の定めるところに従って開示しなければならない(そのような事項を含まないときはその明確かつ合理的な説明をしなければならない)
- 資産運用者は半期ごとに機関投資家に対し運用戦略とその実施について、契約を遵守したものであること、当該投資戦略と投資判断が機関投資家の資産の長期的なパフォーマンスに資する理由を開示しなければならない
- さらに、資産運用者は、機関投資家との約定の履行に関する重要な事項についても、半期ごとに機関投資家に開示しなければならない

27

## 【参考】 EU法の動向

### (6) 議会による修正案

本指令案におけるステュワードシップ責任に係る修正点は、主として次の2点について、新たに下記の事項を追加する

#### ① 議決権行使助言会社の透明性確保

- 議決権行使助言会社に適用し得る行為規範についてウェブ上で開示すること
- 当該行為規範の定める勧告からかい離する場合には、そのことを明らかにした上で、その理由について説明するか、それに代わって講じた措置についてウェブ上で説明すること

#### ② 株主の確認および株主権行使を容易にすること

- 請求により直ちに会社に報告すべき株主に関する情報が何かを明らかにすること
- 株主総会の議事録を公示するとともに、議決権の行使結果について当該会社のウェブ上で開示すること

28

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 1 スチュワードシップ責任の意義

「『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)などを通じて、当該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の拡大を図る責任を意味する。」(同コード「本コードの目的」4参照)

- スチュワードシップ責任を、企業価値の向上および持続的成長の促進を通じた投資リターンの拡大を図る責任と位置付け
- 機関投資家の責任
- 啓蒙的・教育的要素
- 建設的な目的を持った対話をエンゲージメントと把握

29

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 2 スチュワードシップ・コードの目的と性質

「本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、『責任ある機関投資家』として当該『スチュワードシップ責任』を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるもの」(同コード「本コードの目的」4参照)

「本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきもの」(同コード「『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』」10参照)

「本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を想定(同コード「『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』」12参照)

- ソフトロー(法的拘束力はない)
- 原則を定めるもの、すなわちプリンシプルベース・アプローチの採用
- 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの採用
- 透明性の確保(「コードを受け入れる旨」、スチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」を各機関投資家のウェブサイトにおいて公表するとともに、当該ウェブサイトのアドレス(URL)を金融庁に通知。通知を受け、金融庁は、受入れを表明した機関投資家(社名)のリストを公表)

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 3 対象となる機関投資家の範囲

- ①「資産運用者としての機関投資家」  
資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う者(投資運用会社など)
- ②「資産保有者としての機関投資家」  
当該資金の出し手(年金基金や保険会社など)
- ③機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等

なお、日本の上場株式に投資をする機関投資家が対象(以上につき、同コード「本コードの目的」7および8参照)

海外機関投資家も含む

31

## III 日本版スチュワードシップ・コード

### 4 概要—7つの原則

- 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。
- 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。
- 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、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- 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。

32

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 4 概要—7原則

**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。

➤議決権行使結果の公表の内容・方式

投資先企業別、かつ議案別の個別開示まで求めるか。イギリスでは、65%の機関投資家が何らかの形で開示しているが、投資先企業別、議案別の開示まで行っている機関投資家はそのうち44%にすぎない

コードでは、「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(同コード「指針5-3」参照)

**原則6:** 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチ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。

**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、当該企業との対話やスチ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。

33

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

(1)コーポレートガバナンスについての基本的な考え方およびコーポレートガバナンス・コードとの関係

「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、適切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本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。」(同コード「本コードの目的」5参照)と述べ、コーポレートガバナンスに係る何らかの規範を想定

しかし、コーポレートガバナンス・コードは、取引所のコードが存在するのみ

●同一主体が策定するコーポレートガバナンス・コードとリンクしたスチュワードシップ・コードではない

34

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (2) 短期的リターン、短期的な視点の取扱い

英国コードでは、株主(機関投資家)の行為規範として、とりわけ短期的なリターンのみを追求すべきではないことが前提とされており、経営者との批判的な対話を重視

日本版コードでは、前者については、中長期的なリターンをめざすべきことが繰り返し強調(同コード「本コードの目的」4. 5. 7等参照)

なお、「資産保有者としての機関投資家」は、「資産運用者としての機関投資家」の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきであると明記(同コード「本コードの目的」7参照)

35

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (3) プリンシプルベース・アプローチであることを明記

『プリンシプルベース・アプローチ』は、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられるが、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。機関投資家が本コードを踏まえて行動するに当たっては、こうした『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(同コード「『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』10参照)。

#### (4) コードの策定の主体と定期的な見直し

英国 2年

日本 おおむね3年毎を目途

36

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴—各論

#### (5) 原則3関係

「機関投資家は、投資先企業の持続的成長を促すとの観点も踏まえ、投資先企業をモニタリングすべきである。」

英国コードでは、モニタリングに当たり、(a) 会社業績の最新状況の把握、(b) 会社の価値、リスクを左右するような会社内外の状況変化の最新状況の把握、(c) 会社内に実効的なリーダーシップが存在することの確認、(d) 取締役等との面談を通じた会社の取締役会・委員会のコーポレート・ガバナンス・コードとの整合性確認、(e) 会社の開示・会計情報の品質の検討、(f) 適切かつ実務的に可能な場合には主要株主になっている会社の株主総会への参加、を列挙。

これに対し、日本版コードでは、原則のみを定めようとしている。

さらに、英国コードでは、列挙機関投資家は「インサイダーとなるよう希望することも、そうならないよう希望することも可能。インサイダーになっても構わない場合には、その意思・方法を明示すべき」という記載があり、特定の株主に、いわゆる選択的開示を行うことを想定している。

日本版コードの下では、株主平等などの観点から、我が国の機関投資家がインサイダーになることを希望することはないという意見もあり、日本版コードではこのような記載は行っていない。

37

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (6) 協働原則

英国コードにある他の機関投資家との協働原則(原則5)は不採用

#### 【理由】

①投資家の間で個別の投資先企業に関する具体的な課題についてではなく、議決権行使に当たっての一般的な考え方などについての意見交換が行われている

②他の投資家と協調して個別の投資先企業に何らかの行動を起こすということについては、投資先企業との信頼関係や秘密保持の必要性の観点から、実務では行われていない

なお、協働原則が導入される場合には、英国においてもそうであるように、金商法上の「共同行為(acting in concert)」規制の適用関係が問題となり得た

38



## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (7)原則6関係

英国コードの下での「保証報告書」(公認会計士の監査より、やや簡素で平易なアプローチで、アセット・マネジャーは、自らのエンゲージメント・議決権行使プロセスについて取得されるべき独立した意見。保証報告書を取得した場合、その旨を開示すべきとされている。)制度は採用せず

イギリスでも、ほとんど利用されていないのが実態である模様

#### (8)原則7関係

日本版コードの独自の原則

啓蒙的・教育的効果を原則にまで高めるもの

英国コードにおいても、エンゲージメントによりコーポレートガバナンスが向上するのは、「対話の対象についての相互理解」があることを前提とするとされる(「コードは機関投資家等が自己の役割を再考するための触媒」)

コーポレートガバナンス・コードが存在しないことと関係?

39

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (9)日本のスチュワードシップ責任に関する議論の特徴

➤ROEを非常に重視

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・コードの導入の沿革が大きく異なる

日本⇒「攻めのガバナンス」重視

英国・EU⇒「守りのガバナンス」が契機

【参照】伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」(2014年8月)

ROEを現場の経営指標に落とし込むことで高いモチベーションを引き出し、中長期的にROE向上を目指す「日本型ROE経営」が必要

「資本コスト」を上回る企業が価値創造企業であり、その水準は個々に異なるが、グローバルな投資家との対話では、8%を上回るROEを最低ラインとし、より高い水準を目指すべき

40

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 6 法的論点

➤投資先企業との対話が「重要提案行為」に該当するか？

①投資先企業の経営方針等(ガバナンス・本政策などに関するを含む)の説明求める行為

②自らの議決権行使の方針、投資先企業に対する具体的な議決権行使の予定、自らの株式保有・処分の方針、当該投資先企業の株式の具体的な保有・処分の予定等を説明する行為

③上記②の説明に対する投資先企業の投資先企業のスタンスの説明を求める行為

「重要提案行為」に該当するためには、(i)提案事項の客観的内容が、政令(令第14条の8の2)で列挙された事項に該当すること、(ii)発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること、および(iii)「提案」に該当することが必要であるとの従前のパブコメ回答を踏襲しつつ、上記①～③については、投資先企業との間で認識の共有を図る行為であり、「重要提案行為」に該当しない可能性が高い旨を金融庁が公表している「株券等の大量保有報告に関するQ&A」において明記

⇐法的安定性を確保するために措置

41

## V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### 1 スチュワードシップの意義と問題点

#### (1)意義

株式市場および企業価値の重要性

スチュワードシップが発揮され、投資先企業との建設的な対話がなされることにより、当該投資先企業、株主、利害関係者、一国の経済、経済・金融システムにメリットが生じ得ること

それにもかかわらず、株主の無関心が支配する傾向および株主保有形態の複雑化により実質的・最終的株主によるコントロールが不十分

他方、機関投資家の規模や運用方針(長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等)などによって、スチュワードシップの在り方は様々に異なり得る

⇒機関投資家が、法的拘束力はないものの、事実上の規範を前提に、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」に基づき行動する一定の責務を課すことにより上記目的を達成しようとするもの

42

## V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### 1 スチュワードシップ・コードの意義と問題点

#### (2)問題点

#### ①株主アクティビズム自身に対する消極的評価

各種の実証研究—結論は一致していない

ただし、経営者に対しプレッシャーをかける株主が経営の欠陥に対し警鐘を鳴らす機能があること自体を評価する見解がある—株式保有の形態(分散保有か集中保有か、間接保有証券の形態・態様(「間延びした株式保有のチェーン」)など)に依存する可能性もある

②ある種の議決権行使のパターンが必ずしもつねにコーポレートガバナンスの関心事と相関しているわけではない  
(FRC, The Impact and Imcomplementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes (December 2011), at 26)

43

## V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### 1 スチュワードシップ・コードの問題点

#### (2)問題点

#### ③エンゲージメントは、効率性を欠く

エンゲージメントに係るコストとベネフィットの比較

とくに、多数の会社の株式をポートフォリオに組み込んでいる機関投資家にとって、エンゲージメントを行うことに係るコストが大きいこと

フリーライドの問題

運用機関による経営への過度の関与や一律の方針に基づく形式的な議決権行使を問題視する意見もある(公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書(平成25年11月)8頁

他方、The “CalPERS Effect” on Targeted Company Share Pricesのように、CalPERSがより踏み込んだエンゲージメントを行った投資先企業の株価に着目すると、中長期(開始後5年)的に付加価値が生み出されたとの実証研究がある。

アップデート版につき、< <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/committee-meetings/agendas/invest/201310/item09e-01.pdf> > 参照。

44

## V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### 2 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの意義と問題点

#### (1) 意義

ソフトローとしてのスチュワードシップ・コード

①原則としての行動規範を明らかにしつつ、スチュワードシップの多様性・個別性に対応可能

②グッド・プラクティスに密着した規範の定立・見直し(実務とのフィードバック)

③開示・説明による透明性の確保

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

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得る

45

## V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### 2 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの意義と問題点

#### (2) 問題点

①有効性に乏しいとの批判

説明により十分な情報が提供されていないとの批判

RiskMetrics Groupの報告書 (RiskMetrics Group, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, 23 September 2009 )

←「遵守せよ、さもなければ説明せよ」のアプローチを支持しつつ、実証研究の結果、必ずしも有効に機能しておらず、とりわけ遵守しない理由の過半数は説明が不十分で有用な情報が提供されていないと批判

さらに、提供された説明を投資家は十分に理解し評価できるかという疑問も提起されている

46

## V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### ②対象に対する批判

海外投資家は含まれているか？

最終投資家の声は反映されているか？

(国内)機関投資家に限定する根拠は十分か

日本版スチュワードシップは海外投資家にも適用可能

さらに、株式保有形態については、日本法上の株式振替制度においては直接方式が採用されている

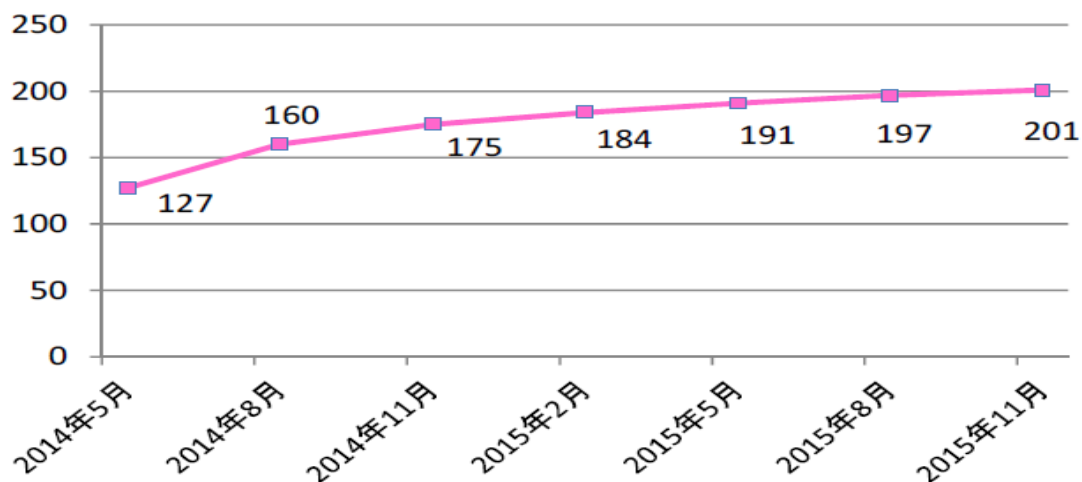
### ③株主以外の利害関係者を会社との対話から排除している点

④最終投資家と会社の中に仲介機関が介在するシステムの複雑化・肥大化による株主と会社の対話の困難化(John Kay, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, July 2012, at 22) —「所有と所有の分離」

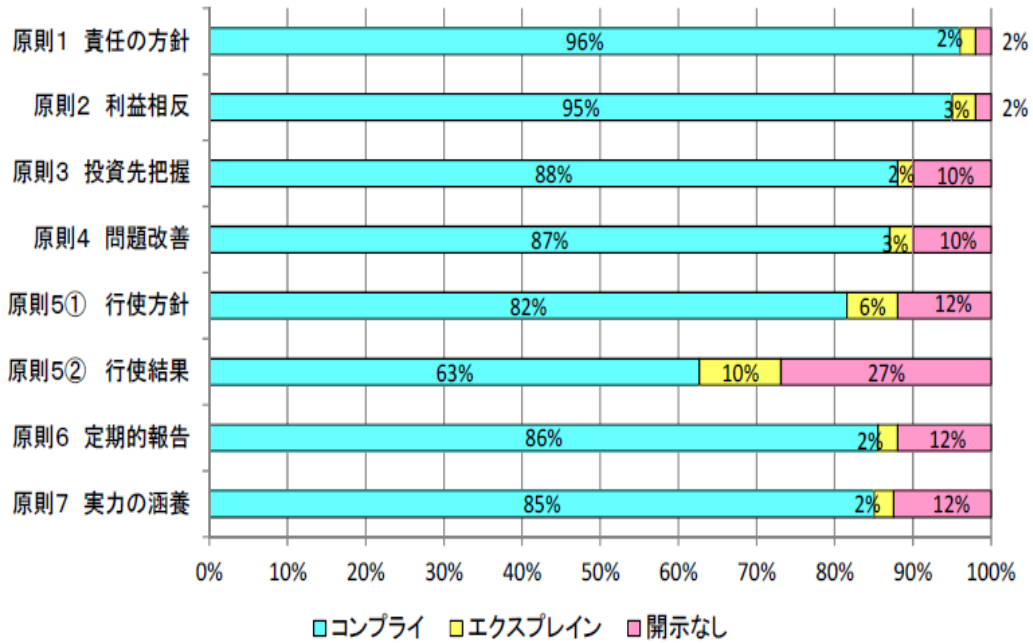
47

## VI 実態

金融庁総務企画局企業開示課「スチュワードシップ・コード受入れ機関の取組み方針・活動内容の公表状況」(平成28年2月18日)、本スライドからスライド52まで同じ

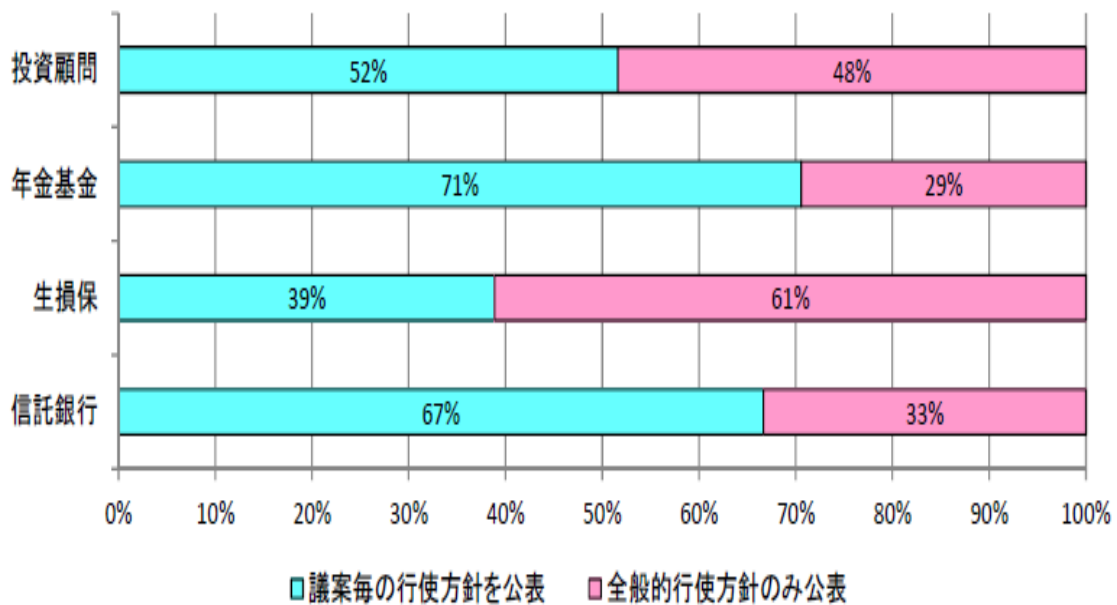


## VI 実態



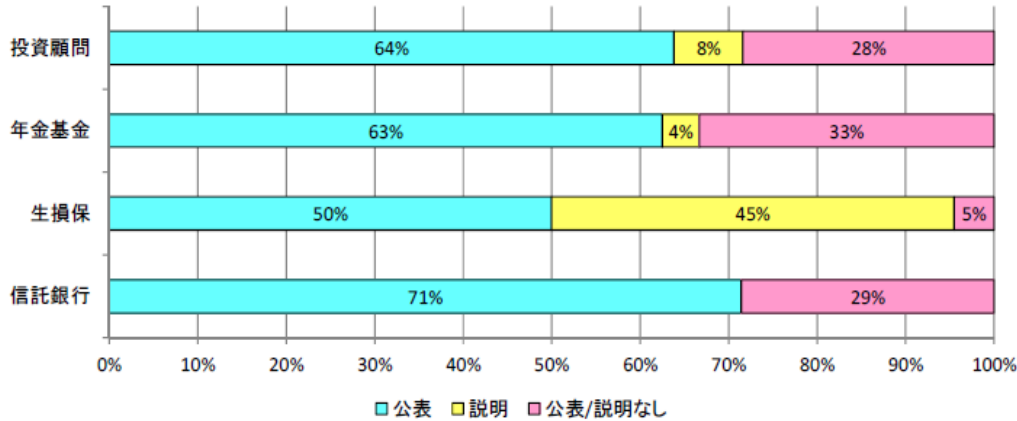
49

## VI 実態



## VI 実態

議決権行使結果の属性別公表比率(H27年11月末)

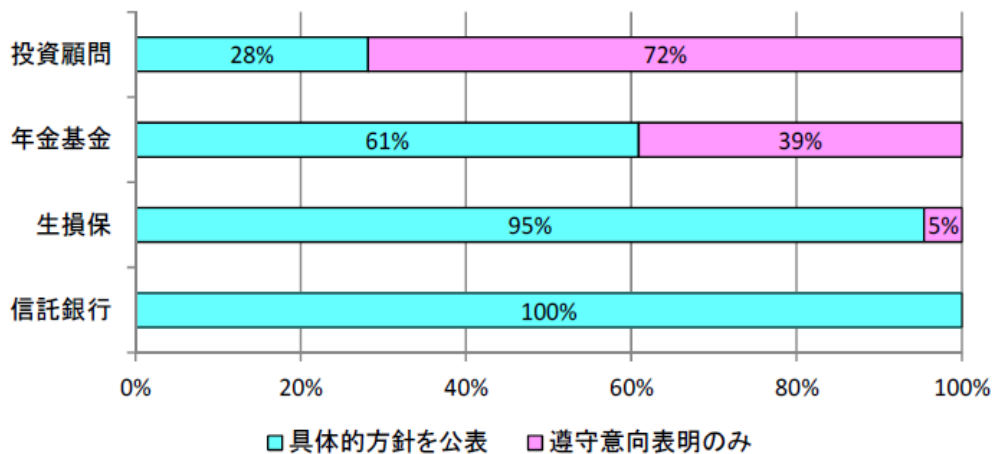


- 信託銀行が議決権行使結果の公表に最も積極的であった。
- 投資顧問会社については外資系及び国内の比較的小規模な投資顧問会社において議決権行使結果を公表しない例が多く見られた。
- 生損保においては議決権行使結果の賛否数の集計を示さず、議決権行使の事例を示すに止める会社が相当数見られた。(賛否数の集計を示さない旨を説明(エクスプレイン))

51

## VI 実態

利益相反管理方針の属性別公表比率(H27年11月末)



- 具体的な利益相反管理方針の公表は、投資顧問会社においては28%、年金基金においては61%に止まる。
- 生損保は95%、信託銀行は全ての法人が具体的な利益相反管理方針を公表している。

52

## Ⅶ 近時の金融行政の動向

### ①金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化に向けての提言」(平成25年12月13日)

「投資信託等については、若年者から高齢者に至るまでのライフサイクルに適合した商品の開発・普及促進が不可欠である。短期間での商品乗換えによる販売手数料収入重視の営業を見直し、運用に係る透明性向上とともに、投資家のライフステージを踏まえ、真に顧客の投資目的やニーズに合う、個人投資家の利益を第一に考えた商品の開発・普及促進に向けた取組みを強力に進める必要がある。また、その販売においては、個人投資家のニーズに合致し、長期的な資産形成につながる商品を選択して推奨することが必要である。」  
(下線は、報告者)

53

## Ⅶ 近時の金融行政の動向

### ②平成26年事務年度「金融モニタリング基本方針」

重点施策の1つとして

#### 「3. 資産運用の高度化

家計や年金、機関投資家が運用する多額の資産が、それぞれの資金の性格や資産保有者のニーズに即して適切に運用されることが重要である。

このため、商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任(フィデューシャリー・デューティー)を実際に果たすことが求められる。各金融機関がその役割・責任を果たしつつ、資産運用能力の向上に努めることにより、国民の安定的な資産形成が図られるとともに、投資への流れが一層促進され、資産運用市場や資産運用業も中長期的に発展していくという「好循環」の実現が期待される。

金融庁は、上記に関する金融機関の経営の考え方、業績評価、現実に提供されている金融商品・サービス等について、検証を行っていく。

また、金融機関自身による有価証券運用についても、業態等により異なる資産運用の性格を踏まえつつ、資産規模等に見合った運用やリスク管理の態勢が整備されているかについて検証する。」(下線は、報告者)

なお、フィデューシャリー・デューティーとは、「他者の信認を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称」と説明されている

54



## Ⅶ 近時の金融行政の動向

### ③「金融・資本市場活性化有識者会合意見書」(平成27年6月30日公表)

「我が国において、資産運用業の抜本的強化を図るためには、世界の資金と、多様な高度金融人材を惹きつけるような独立性の高いフィデューシャリー・デューティーに立脚した優れたガバナンスや報酬体系を確立することが重要である。また、豊富な個人資産等が成長マネーに向かう好循環を加速させるためには、投資信託の活用が促進されなければならない。こうした観点から、足許、様々な課題がある。」

(下線は、報告者)

55

## Ⅶ 近時の金融行政の動向

### ④日本再興戦略改訂2015(平成27年6月30日閣議決定)

「質の高い個人向け投資商品の提供促進及びNISAの利用拡大

個々人が自らのライフサイクルを踏まえ適切なリスクテイクを行える環境を整えることにより、家計資産が成長マネーに向かう活発な金融市場を実現するため、金融庁のモニタリング等を通じて、販売会社・投資運用業者の双方に対し、その役割・責任(※フィデューシャリー・デューティー)を果たし、真に投資家ニーズにかなう、より質の高い商品の提供を促すとともに、来年から導入されるジュニアNISA(年間投資上限額80万円)を含めNISAの更なる利用拡大に向けた施策を推進する。また、投資家ニーズに適う良質な商品の販売において郵便局ネットワークが一層活用されることを期待する。」(下線は、報告者)

56

## Ⅶ 近時の金融行政の動向

### ⑤金融行政方針(平成27年9月)

具体的重点施策(1)③より抜粋

「フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践

投資信託・貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る。例えば、以下の取組みを促していく。

投資運用業者：系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保、顧客の利益に適う商品の組成・運用等

保険会社：顧客のニーズや利益に真に適う商品の提供等

販売会社：顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と総合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じた顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除等」(下線は、報告者)

57

## Ⅶ 近時の金融行政の動向

①～⑤に見られるフィデューシャリー・デューティーを強調する金融行政とスチュワードシップ責任との関係は？

スチュワードシップ責任とフィデューシャリー・デューティーの議論とは、どのように関連するのか(あるいは関連しないのか)？

58

## X フォローアップ

### 1 株主権を含むエンゲージメントの容易化

- 株主総会の分散化(7月総会)
- 株主総会関係書類(事業報告・計算書類等の電子化)

#### 【参考】

全国株懇連合会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」(平成27年11月13日)

### 2 非財務情報を含む開示事項の拡大等

- 決算短信の見直し
- MD&Aの記載の改善

### 3 エンゲージメントのポイント

●「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>

59

## 【参考文献・資料】

スライド中に引用したもののほか、

●「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」における資料および議事録

<<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>>

●上田亮子・杉浦秀徳「企業価値向上の観点からのコード(原則)の活用～各国の取組みと日本への示唆～」月刊資本市場337号(2013年)

●上田亮子「英国におけるスチュワードシップ・コード改正と機関投資家の対応」資本市場リサーチ27号(2013年)

●上田亮子「英国のスチュワードシップ・コードと機関投資家の責任」資本市場リサーチ15号(2010年)

●大崎貞和「英国における機関投資家と上場会社のエンゲージメント(対話)」神作裕之責任編集・公益財団資本市場研究会編『企業法制の将来展望-資本市場制度の改革への提言-2014年度版』272頁以下(財経詳報社、2013年)

●小口俊朗「日本版スチュワードシップ・コードについて」資料版商事法務359号(2014年2月号)

●笠原基和・木村祐基「機関投資家と投資先企業との『対話』の充実に向けて」法律時報86巻3号(2014年)

●神山哲也「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」野村資本市場クォーターリー17巻1号(2013年)

●神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」神作裕之責任編集＝資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—2015年度版』(財経詳報社、2015年1月)103-138頁

60

## 【参考文献・資料】

スライド中に引用したもののほか、

- Cheffins, Brian, The Stewardship Code's Achilles' Heel, Legal Studies Research Paper Series, No. 28/2011, University of Cambridge <<http://www.law/cam.ac.uk/ssrn>>
- Micheler, Eva, Facilitating Investor Engagement and Stewardship, 14 EBOR No.1, 29 (2013) <<http://ssrn.com/abstract=2046125>>
- Reisberg, Arad, The notion of stewardship from a company law perspective, 18 JFC No.2, 126 (2011)
- Roach, Lee, The UK Stewardship Code, JCLS, October 2011, 463
- Sergakis, Konstantinos, The UK Stewardship Code: Bringing the Gap Between Companies and Institutional Investors, 47 RJTUM 109 (2013)
- Wheeler, Sally, From Responsible Savor to Stewardled Investor? <<http://ssrn.com/abstract=2238612>>
- Wong, Simon CY, Why stewardship is proving elusive for institutional investors? Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, July/August 2010, 406

「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」  
メンバー名簿

平成26年2月26日現在

|      |         |                                  |
|------|---------|----------------------------------|
| 座長   | 神作 裕之   | 東京大学大学院法学政治学研究科教授                |
| メンバー | 石田 猛行   | ISS エグゼクティブ・ディレクター               |
|      | 江口 高顕   | 一橋大学大学院国際企業戦略研究科博士後期課程 (経営法務)    |
|      |         | 在籍コンサルタント                        |
|      | 大場 昭義   | 東京海上アセットマネジメント投信(株)代表取締役社長       |
|      | 小口 俊明   | ガバナンス・フォー・オナーズ・ジャパン(株)代表取締役      |
|      | 川田 順一   | JXホールディングス(株)取締役常務執行役員           |
|      | 橋・カマ・咲江 | G&S Global Advisors Inc. 代表取締役社長 |
|      | 田中 亘    | 東京大学社会科学研究所准教授                   |
|      | 徳成 旨亮   | 三菱UFJ信託銀行(株)専務取締役                |
|      | 野口 亨    | DIAMアセットマネジメント(株)専務取締役           |
|      | 濱口 大輔   | 企業年金連合会運用執行理事チーフ・アシスタントオフィサー     |
|      | 古市 健    | 日本生命保険相互会社代表取締役副社長執行役員           |
|      | 堀江 貞之   | 榊野村総合研究所 上席研究員                   |
|      | 松島 俊直   | 大和証券投資信託委託(株)代表取締役兼専務執行役員        |
| 幹事   | 坂本 三郎   | 法務省民事局参事官                        |
|      | 白川 俊介   | 内閣官房日本経済再生総合事務局内閣参事官             |
|      | 三浦 聡    | 経済産業省経済産業政策局産業組織課長               |
|      | 安井 良太   | 東京証券取引所 上場部長                     |

(敬称略・五十音順)

「責任ある機関投資家」の諸原則

《日本版スチュワードシップ・コード》

～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～

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

平成26年2月26日

「本コード」(以下、「本コード」という。)を策定した。なお、「本コード」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26の個人・団体から、英文については19の個人・団体から充実した意見が寄せられた。本検討会は、これらについても議論を行い、「本コード」の取りまとめに反映させていただいた。

### 本コードの目的

4. 冒頭に掲げたように、本コードにおいて、「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等に関する深い理解に基づき建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該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への拡大を図る責任を意味する。本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。

5. 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、適切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本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。本コードは、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<sup>2</sup>。

6. また、スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動(以下、「スチュワードシップ活動」という。)において、議決権の行使は重要な要素ではあるものの、当該活動は単に議決権の行使のみを意味するものと理解すべきではない。スチュワードシップ活動は、機関投資家が、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、当該企業の状況を適切に把握することや、これを踏まえて当該企業と建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> また、本コードは、保有株式を売却することが顧客・受益者の利益に合うと考えられる場合に売却を行うことを否定するものではない。  
<sup>3</sup> 機関投資家と投資先企業との対話の円滑化を図るため、大重保有報告制度や公開買付制度等に係る法的論点について可能な限り解釈の明確化が図られることが望ましい。(金融庁では別に示すような形([http://www.fsa.go.jp/ling/stewardship/lega\\_issue.pdf](http://www.fsa.go.jp/ling/stewardship/lega_issue.pdf))で「日本版スチュワードシップ・コード」の策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理)を公表し、明確化を図っている。)

### 「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》について

本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、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、当該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」(最終受益者を含む。以下同じ。)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。

本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

### 経緯及び背景

1. 平成24年12月、我が国経済の再生に向けて、円高・デフレから脱却し強い経済を取り戻すため、政府一体となって、必要な経済対策を講じるとともに成長戦略を實現することを目的として、内閣に「日本経済再生本部」が設置された。また、平成25年1月、同本部の下に、我が国産業の競争力強化や国際展開に向けた成長戦略の真実化と推進について調査審議するため、「産業競争力会議」が設置された。同会議における議論を踏まえ、日本経済再生本部において、本部長である内閣総理大臣より、「内閣府特命担当大臣(金融)」は、関係大臣と連携し、企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討すること。」との指示がなされた<sup>1</sup>。

2. 以上の経緯を経て、平成25年6月、いわゆる「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、「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)」、すなわち「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い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」について検討を進め、年内に取りまとめることが閣議決定された。

3. 前記の総理指示及び閣議決定を踏まえた検討の場として、平成25年8月、金融庁において「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」(以下、「本検討会」という。)が設置された。本検討会は、同年8月から計6回にわたり議論を重ね、今般、「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

<sup>1</sup> 日本経済再生本部 第6回会合(平成25年4月2日)

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。機関投資家が本コードを踏まえて行動するに当たっては、こうした「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. 本コードは、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではない。本検討会は、本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。

12. その上で、本コードは、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。したがって、前記の受入れ表明（公表）を行った機関投資家であっても、全ての原則を一律に実施しなければならぬ訳ではないことには注意を要する。ただし、当然のことながら、機関投資家は、当該説明を行う際には、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。

13. こうした「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法も、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられる。機関投資家のみならず、顧客・受益者の側においても、当該手法の趣旨を理解し、本コードの受入れを表明（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る。本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プ責任が果たされたと評価することは適切ではない。

14. 本検討会は、本コードの受入れ状況を可視化するため、本コードを受け入れる機関投資家に対して、

- ・ 「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）及びスチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」（実施しない原則がある場合には、その理由の説明を含む）を自らのウェブサイトで公表すること
- ・ 当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと
- ・ 当該公表を行ったウェブサイトのアドレス（URL）を金融庁に通知することを期待する。

また、本検討会は、当該通知を受けた金融庁に対して、当該公表を行った機関投資家について、一覧性のある形で公表を行うことを期待する。

15. 本検討会は、機関投資家による本コードの実施状況（受入れ・公表を含む）や国際的な議論の動向等も踏まえ、本コードの内容の更なる改善が図られていくことを期待する。このため、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途として、

7. 本コードにおいて、機関投資家は、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、当該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、当該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、スチ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。

「資産運用者としての機関投資家」は、「資産保有者としての機関投資家」の期待するサービスを提供できるよう、その意向の適切な把握などに努めるべきであり、また、「資産保有者としての機関投資家」は、「資産運用者としての機関投資家」の評価に当たり、短期的な視点のみでなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきである。

機関投資家による実効性のある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものである。したがって、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである。

8. 本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受けると議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである。

#### 「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. 本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。本コードの履行の態様は、例えば、機関投資家の規模や運用方針（長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等）などによって様々に異なり得る。

10. こうした点に鑑み、本コードは、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、自らのスチ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。

「プリンシプルベース・アプローチ」は、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられるが、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

本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する。こうした見直しが定期的に行われることにより、機関投資家やその顧客・受益者において、スチュワードシップ責任に対する認識が一層深まり、本コードが我が国において更に広く定着していく効果が期待できるものと考えられる。

**本コードの原則**

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、

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。
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。
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、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
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。
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。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチ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。
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、当該企業との対話やスチ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。



原則1 機関投資家は、ステ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。

指針

- 1-1. 機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき建設的な「目的を持った対話」<sup>4</sup>（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその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の拡大を図るべきである。
- 1-2. 機関投資家は、こうした認識の下、ステュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、ステュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該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<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 「目的を持った対話」とは、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」を指す（原則4の指針4-1参照）。

<sup>5</sup> 当該方針の内容は、各機関投資家の業務の違いにより、例えば、主として資産運用者としての業務を行っている機関投資家と、主として資産所有者としての業務を行っている機関投資家とでは、自ずと異なり得る。

原則2 機関投資家は、ステ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。

指針

- 2-1. 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、ステ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る。
- 2-2. 機関投資家は、こうした認識の下、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。

**原則3 機関投資家は、投資先企業の特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、当該企業の状況を的確に把握すべきである。**

**指針**

- 3-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その特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、当該企業の状況を的確に把握することが重要である。
- 3-2. 機関投資家は、こうした投資先企業の状況を継続的に行うべきであり、また、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。
- 3-3. 把握する内容としては、例えば、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、また、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毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

**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。**

**指針**

- 4-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その特続的成長を促すことを目的とした対話<sup>6</sup>を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有<sup>7</sup>を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる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<sup>8</sup>。
- 4-2. 以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得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<sup>9</sup>。
- 4-3. 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、「10E0 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、当該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、基本的には慎重に考えるべきである<sup>10</sup>。

<sup>6</sup> その際、対話を行うこと自体が目的であるかのような「形式主義」に陥ることのないよう留意すべきである。  
<sup>7</sup> 認識の共有には、機関投資家と投資先企業との間で意見が一致しない場合において、不一致の理由やお互いの意思の背景について理解を深めていくことも含まれる。  
<sup>8</sup> 当該企業との対話の内容等を踏まえ、更に深い対話を行う先を識別することも考えられる。  
<sup>9</sup> 当該方針の内容は、例えば、主として資産運用者としての業務を行っている機関投資家と、主として資産保有者としての業務を行っている機関投資家とは、自ずと異なり得る。  
<sup>10</sup> その上で、投資先企業との特別な関係等に基づき未公表の重要事実を受領する場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、当該企業との対話に臨むべきである。

**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。

#### 指針

- 5-1. 機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、議案に対する賛否を判断すべきである。
- 5-2. 機関投資家は、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<sup>11</sup>。当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、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。
- 5-3. 機関投資家は、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。こうした公表は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。
- ただし、スチュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてより的確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。

- 5-4. 機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。

<sup>11</sup> なお、投資先企業の議決権に係る権利確定日をまたぐ買株取引を行うことを想定している場合には、当該方針においてこうした買株取引についての方針を記載すべきである。

**原則6** 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチ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。

#### 指針

- 6-1. 「資産運用者としての機関投資家」は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じてスチ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、定期的に報告を行うべきである<sup>12</sup>。
- 6-2. 「資産保有者としての機関投資家」は、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に1度、報告を行うべきである<sup>12</sup>。
- 6-3. 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・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<sup>13</sup>。
- 6-4. なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むスチュワードシップ活動について、スチュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。

<sup>12</sup> ただし、当該報告の相手方自身が必要としない場合は示しているような場合には、この限りではない。また、顧客・受益者に対する個別報告が事実上困難な場合には、当該報告に代えて、一般に公開可能な情報を公表することも考えられる。

<sup>13</sup> なお、当該報告において、資産運用上の秘密等を明かすことを求めるものではない。

**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、当該企業との対話やスチ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。**

#### 指針

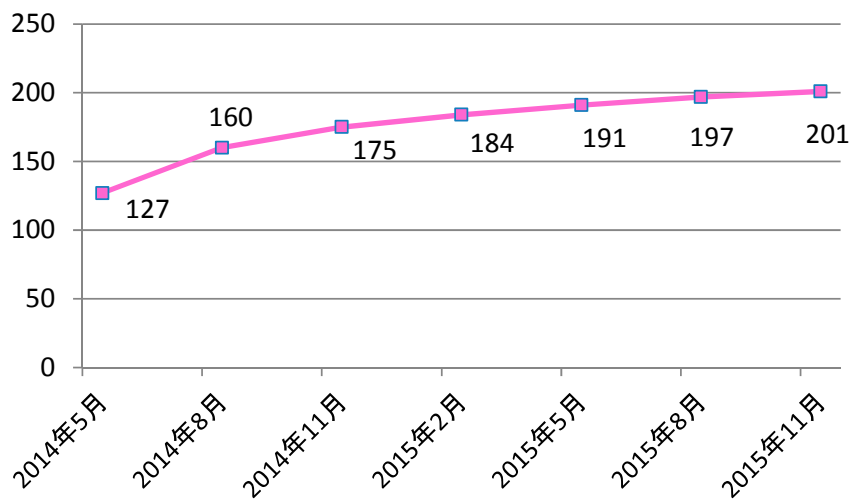
- 7-1. 機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。
- 7-2. このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。
- 7-3. こうした対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやその他の場を設けることも有益であると考えられる。また、機関投資家は、過去に行った投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断の幾つかについて、これらが適切であったか否かを適宜の時期に省みることにより、スチュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針の改善につなげるなど、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。

資料2

## スチュワードシップ・コード受入れ機関の 取組み方針・活動内容の公表状況

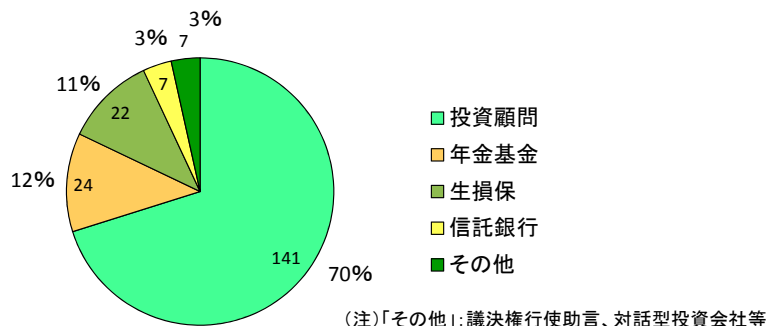
平成28年2月18日  
金融庁  
総務企画局企業開示課

### 1. 受入れ機関数の推移

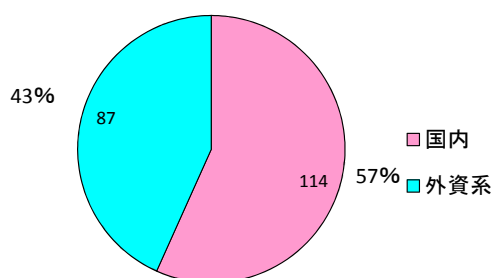


## 2. 受入れ機関の内訳

属性別受入れ機関構成 (H27年11月末)

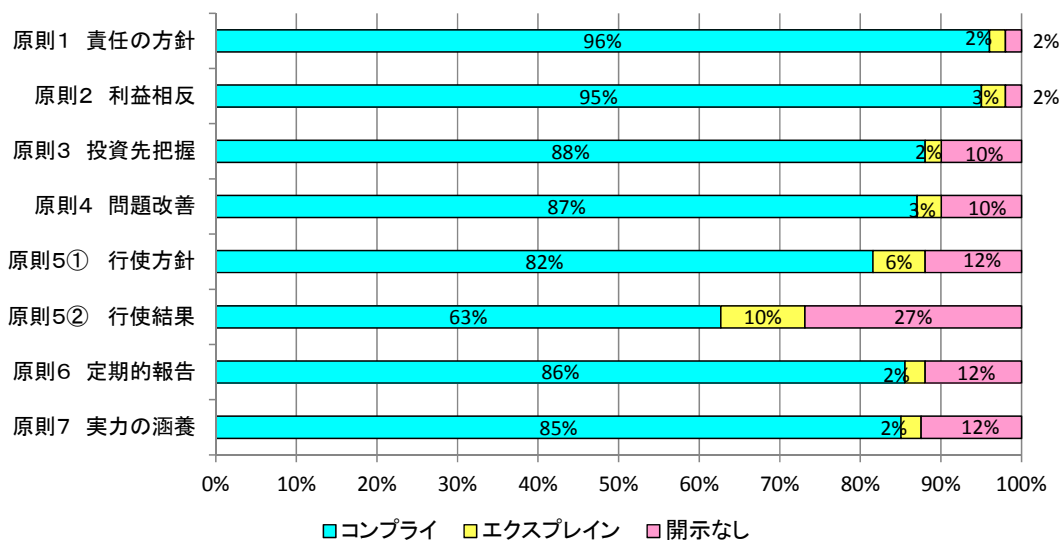


国内・外資系別受入れ機関構成 (H27年11月末)



3

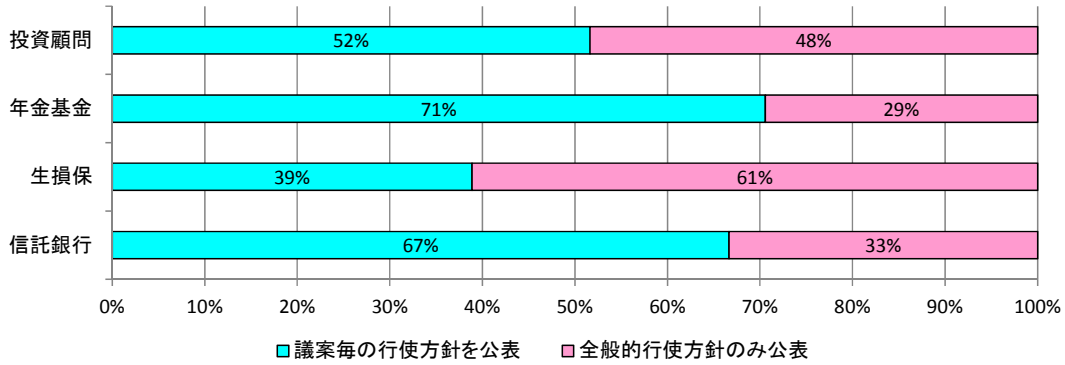
## 3. 各原則に対するコンプライ、エクスペイン率 (H27/11月末)



4

## 4. 議決権行使方針の公表

議決権行使方針の属性別公表比率(H27年11月末)

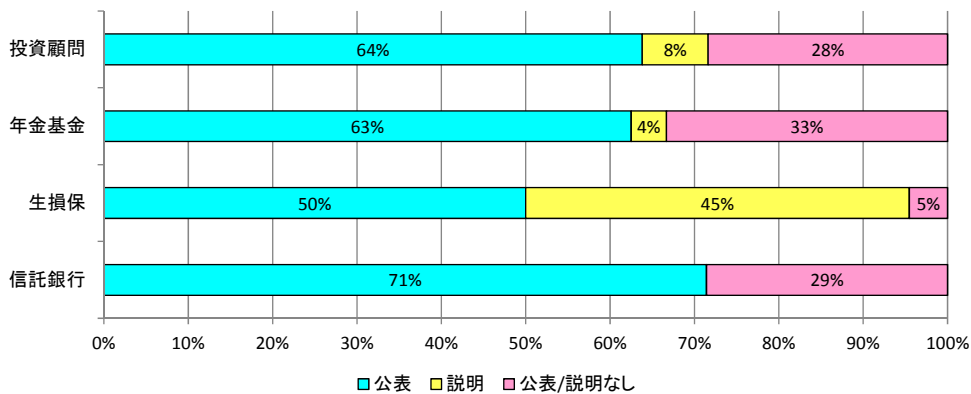


- ・ 議案毎の議決権行使方針の公表については、年金基金の公表比率が71%と最も高く、信託銀行67%、投資顧問会社52%と続き、生損保が39%と最も低い。

5

## 5. 議決権行使結果の公表

議決権行使結果の属性別公表比率(H27年11月末)

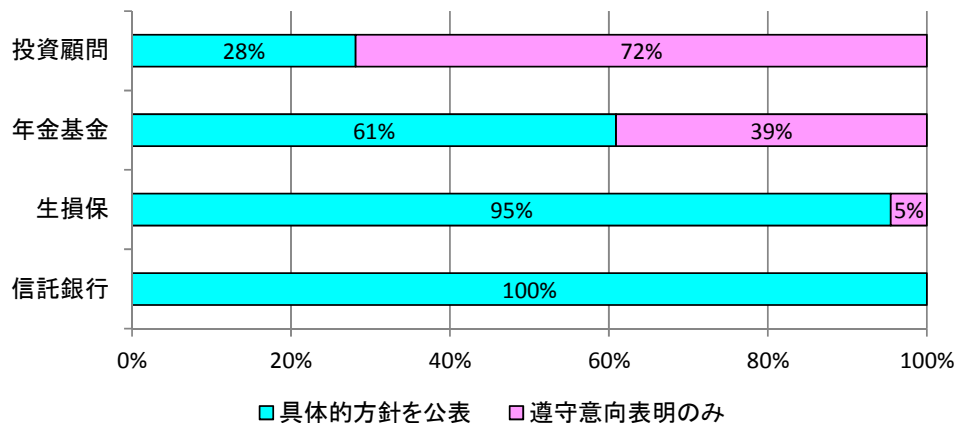


- ・ 信託銀行が議決権行使結果の公表に最も積極的であった。
- ・ 投資顧問会社については外資系及び国内の比較的小規模な投資顧問会社において議決権行使結果を公表しない例が多く見られた。
- ・ 生損保においては議決権行使結果の賛否数の集計を示さず、議決権行使の事例を示すに止める会社が相当数見られた。(賛否数の集計を示さない旨を説明(エクスプレイン))

6

## 6. 利益相反管理方針の公表

利益相反管理方針の属性別公表比率(H27年11月末)

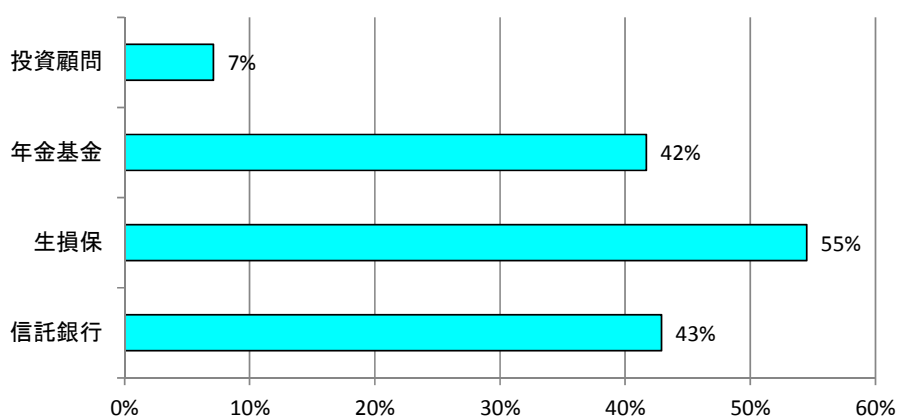


- 具体的な利益相反管理方針の公表は、投資顧問会社においては28%、年金基金においては61%に止まる。
- 生損保は95%、信託銀行は全ての法人が具体的な利益相反管理方針を公表している。

7

## 7. スチュワードシップ活動状況報告の公表

スチュワードシップ活動状況報告の属性別公表比率(H27年11月末)



- 投資顧問会社による活動状況報告の公表は、一部の大手運用会社に限定される。スチュワードシップ活動についての組織体制、人材力の差が反映している可能性も考えられる。

8



日本取引所金融商品取引法研究 第6号 2016年10月

ISSN 2188-2150

---



株式会社日本取引所グループ

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

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

---

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。