

金融庁のコーポレートガバナンスに関する取組み

目 次

- | | |
|----------------------|-----------------------|
| I. 金融・資本市場競争力強化プラン | V. コーポレートガバナンス・コードの制定 |
| II. 金融審議会スタディグループ報告 | VI. その後の取組み |
| III. 金融監督行政への反映 | VII. 残された課題：今後の展望に代えて |
| IV. スチュワードシップ・コードの制定 | |

取締役 隅山 正敏

要 約

I. 金融・資本市場競争力強化プラン

コーポレートガバナンスの強化に向けた政府の取組みにおいて金融庁が存在感を示している。2007年12月に発表した「金融・資本市場競争力強化プラン」では、我が国金融・資本市場の国際的な競争力を高めるためには、資金調達者である企業がガバナンス強化に取り組み、投資資金を惹き付ける必要があるという認識を打ち出し、その後の取組みに繋げた。

II. 金融審議会スタディグループ報告

上記Iのプランの策定を提言した「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」は2009年6月に最終報告をとりまとめ、指名委員会等設置会社を好ましいガバナンス機構に位置付けるとともに、社外取締役の選任の推進・企業集団法制の整備など、ガバナンス関連の提言も積極的に行い、会社法改正作業に影響を与えた。

III. 金融監督行政への反映

金融庁は2014年2月、金融監督行政において指名委員会等設置会社への移行を誘導する内容の監督指針改定案を公表した（同年6月実施）。有識者会合の提言を受けた措置であるとされるが、公表された提言に記載されていない内容を含むものとなっており、上記IIのスタディグループ報告が影響したものと推測される。

IV. スチュワードシップ・コードの制定

金融庁は2014年2月、機関投資家の行動原則を定めるスチュワードシップ・コードをとりまとめた。海外では、企業の自助努力と投資家の働きかけがガバナンス強化に向けた「車の両輪」であるとされ、機関投資家が投資先企業にガバナンス強化を働きかけることが期待されている。

V. コーポレートガバナンス・コードの制定

金融庁・東京証券取引所は2015年3月、コーポレートガバナンス・コードをとりまとめた。上場会社がとるべき行動などを5つの基本原則、30の原則、38の補充原則に整理した本コードは、原則を遵守するかしないかの選択を各社に委ね、その一方で不遵守の場合には説明責任を課す Comply or Explain の枠組みを取り入れた。

VI. その後の取組み

上記IVとVで説明した2つのコードは、いずれも日本再興戦略（閣議決定）に基づき内閣の重要課題として実施された。その後は、導入した枠組みを実践するフェーズに入っているが、企業の取組事例の収集・分析と金融機関の取組を促す動きが注目される。

VII. 残された課題：今後の展望に代えて

残された課題は、①攻めの企業風土に変える取組み、②望ましいガバナンス機構を巡る議論の活性化、③コーポレートガバナンス・コード導入を踏まえた会社法制の見直しである。

2015年は、社外取締役選任を後押しする改正会社法の施行、望ましい企業行動を定めたコーポレートガバナンス・コードの制定、機関投資家による企業への働きかけを促進するスチュワードシップ・コードの適用一巡などの大きな動きが相次ぎ「コーポレートガバナンス改革元年」と呼ばれる。その中で金融庁は、一際大きな存在感を示した¹。金融機関のみならず日本企業一般を対象としたガバナンス強化に向けた金融庁の取組みは、従来の金融監督の枠を越えるものであり、その背景を概観する。

I. 金融・資本市場競争力強化プラン（2007年12月）

金融庁が金融監督以外の目的でコーポレートガバナンス強化に取り組み始めたのは、2007年12月に発表した「金融・資本市場競争力強化プラン」に遡る。このプランは、アジア企業が日本市場を素通りし米欧市場に上場する動きを受けて経済対策・資本市場対策として打ち出された。資本市場を活性化するためには、資金調達者である企業がガバナンス強化を図り、投資資金を惹き付ける必要があるというロジックによりガバナンス強化が政策目標となった。

(1) 金融審議会スタディグループ

金融庁は2007年1月30日、日本市場の国際金融センターとしての魅力を向上させるための方策を検討することを目的として金融審議会の下に「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」を設置した²。初会合において金融庁は、各国と比較した市場の成長率の低さや、日本市場を素通りして米英上場を目指すアジア企業の動きなどを報告しており、日本市場の国際的プレゼンスの低下に歯止めをかけたいという危機感が窺える。

スタディグループが同年6月13日に公表した「中間論点整理³」は、市場参加者を、市場開設者・資金調達者・資金供給者・仲介業者に区分し、それぞれが取り組むべき課題を列挙する構成をとり、資金調達者の取組課題として「ガバナンス強化」を採り上げた。そこでは「資金調達者自らがコーポレートガバナンスの向上や内部統制の整備を図り、内外の投資家に対する説明責任を果たす」ことが重要であると指摘するものの、「関係者の主体的な取組みが期待される」との記載に留め、制度や規制に係る提言はなされていない。

また、中間論点整理は「金融・資本市場改革に関する幅広い課題を、例えば、『金融・資本市場競争力強化プラン（仮称）』という包括的なパッケージとして、内閣の重要課題と位置づけ（略）取り組むべきである」という提言を行った。

(2) 「骨太の方針2007」

バブル崩壊後、長く低迷する日本経済の下で発足した小泉政権（2001年4月～2006年9月）は、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針（骨太の方針）」を起点として、日本経済を成長軌道に再投入する経済対策を推し進めた。政府は、2001～2004年に不良債権問題を処理して金融システムを安定させ、

¹ 江頭教授は政府主導の改革であるとした上で主導した政府の実体が「法務省でなく金融庁および経済産業省という経済官庁である点に顕著な特色がある」とされる（江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」早稲田法学 92 卷 1 号 107 頁、<https://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/51727/1/WasedaHogaku_92_1_Egashira.pdf>）。

² <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryou/20070130/01.pdf>。

³ <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20070613/01.pdf>。

そこに築かれた礎の上に成長戦略を描くようになっていた。

こうした背景の下で策定された「骨太の方針 2007⁴」（2007年6月19日閣議決定）は、成長戦略の目標のひとつに「ニューヨークやロンドンに比肩する金融・資本市場にする」ことを掲げた上で「金融・資本市場競争力強化プランを2007年内を目途に金融庁がとりまとめ政府一体として推進する」こととした。スタディグループ提言に沿った措置であり、金融庁の施策が経済対策に位置付けられた。

（3）金融・資本市場競争力強化プラン

金融庁は2007年12月21日、「金融・資本市場競争力強化プラン⁵」をとりまとめて公表した。このプランは、上場商品の多様化、課徴金制度の見直し、金融監督規制の緩和などとともに「コーポレートガバナンスの強化」を採り上げた《図表1》。「資金調達者自らが投資者に対する説明責任を果たす」対象としてガバナンス強化を採り上げた上で「資本市場における企業のガバナンスを強化することを目的とした法制の整備のあり方等」を検討するという一歩踏み込んだ課題設定を行い、スタディグループがその検討を担うこととなった。

《図表1》金融・資本市場競争力強化プランの概要

I. 信頼と活力ある市場の構築	取引所における取扱商品の多様化、課徴金制度の見直し、会計・開示制度の整備、コーポレートガバナンスの強化など
II. 金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境の整備	業態間ファイアウォール規制の見直し、銀行・保険グループの業務範囲の拡大、金融機関・金融グループにおける内部管理態勢の強化など
III. より良い規制環境（ベター・レギュレーション）の実現	対話の充実とプリンシプルの共有、規制・監督の透明性・予見可能性の向上、市場動向等の的確な把握と効果的な行政対応など
IV. 市場を巡る周辺環境の整備	国際的に通用する専門人材の育成、国際金融センターとしての都市機能向上

（出典）金融庁公表資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

（4）小括

市場競争力強化プランについては、①資金調達者である企業を対策のターゲットに取り込んだこと、②ガバナンス強化策は「資金調達者である企業が説明責任を果たせば日本市場の魅力が高まる」というロジックで対策の1項目に追加されたこと、③対策の目的が「資本市場の国際的地位の向上」であり、投資家目線の検討に繋がったことを指摘することができる。

II. 金融審議会スタディグループ報告（2009年6月）

スタディグループは、ガバナンス強化に係る法制の整備のあり方を検討し、2009年6月に最終報告を取りまとめた。投資家目線を軸として運営され、最終報告では、指名委員会等設置会社を好ましいガバナンス機構に位置付けるとともに、社外取締役の選任の促進・企業集団法制の整備など、会社法が取

⁴ <<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizai/kakugi/070619kettei.pdf>>。本文引用は2頁と16頁。

⁵ <<http://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/01.pdf>>。

り扱ってきた課題についても積極的に提言を行った。

(注) 改正会社法の施行(2015年5月1日)に伴い「委員会等設置会社」は「指名委員会等設置会社」に呼称が変更された。以下において、引用するときは原典どおり「委員会等設置会社」と記し、それ以外では新呼称を用いる。

(1) 検討開始時の課題認識

「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」は、市場競争力強化プランで追加された「資本市場における企業のガバナンスを強化することを目的とした法制の整備のあり方等」について、第16回会合(2008年10月21日)から議論を開始した。会議の運営状況や最終報告の内容を理解するために、再開後の初会合において提起された課題を概観する。

基調報告⁶は金融庁、東京証券取引所、在日米国商工会議所、企業年金連合会の4者からなされた。そのうち、金融庁は、ガバナンス機構(取締役会の構成など)、資本政策(大規模な第三者割当増資など)、その他(機関投資家の議決権行使など)に分けて、国内外で指摘されている課題を報告した。ガバナンス機構については、①社外取締役の数が少なく独立性も低い、②監査役制度が機能しておらず委員会等設置会社移行が少ない、③社長と取締役会議長の兼務が大半、などの指摘を紹介した。

東京証券取引所は、コーポレートガバナンスに係るテーマを示して2008年6~7月に収集した投資家意見を紹介した。設定したテーマは、大幅な希釈化を伴う増資、株式持合い、買収防衛策、取締役・監査役機能・役割などであった。在日米国商工会議所は、株主権を歪める株式持合い、上場子会社の多さ、不十分な社外取締役選任、低水準のROE、国際的に評価されない買収防衛などの問題を指摘した。企業年金連合会は、上場会社に対する行動規範の必要性、情報開示の徹底、ルールのエンフォースメント機能の整備などを提言した。

これらの基調報告は、最終報告の論点をほぼ網羅しており、資金供給者(投資家)の視点から資本市場改革を議論するという基本線に基づき運営されたことが窺える。

(2) スタディグループ報告の概要

スタディグループは2009年6月17日に「上場会社等のコーポレートガバナンス強化に向けて」と題する報告書^{7,8}を取りまとめた《図表2》。

ガバナンス機構については、好ましいガバナンス・モデルとして、①委員会等設置会社に移行する、②監査役設置会社であっても独立社外取締役の比重を高める、③監査役設置会社であり独立社外取締役が少数に留まる場合であっても監査役会等との連携を高める、という3類型を提示した。またモデル普及の手法として、取引所が投資者の信認を得るに相応しいモデルを提示し、上場会社が自社のガバナンス体制の内容とその選択理由を開示するという枠組みを提案した。モデル選定の理由として「委員会設置会社制度は内外の投資者等には一つの分かり易いコーポレートガバナンスの枠組みであると考えられる」という認識を示し、当時の会社法上の2つのガバナンス機構に優劣関係を持ち込んだところに特徴

⁶ <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/s_group/siryou/20081021.html>。

⁷ <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf>。

⁸ 池田唯一「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」(商事法務1871号27頁)。

がある。

投資家が果たすべき責務については、「市場を通じて上場会社等のガバナンスを向上させていくためには、企業サイドの取組みとあわせて、株主・投資者が自らの行動を通じて的確な経営監視を行っていくことが重要であり、このことは、株主・投資者の責務でもある」という認識を示した上で、(A) 的確な企業評価に基づく投資、(B) 議決権の行使を通じたガバナンスの発揮、(C) 経営との対話の充実に係る提言を行った。なお、「経営との対話の充実」については「関係者の一層の取組みが期待される」という期待表明に留め、制度・規制に係る提案は行わなかった。

《図表 2》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の概要

市場での資金調達	株主権を不当に制限する資金調達（株式の大幅な希釈化を伴う第三者割当増資など）や資本取引（少数株主を現金を対価に締め出すキャッシュアウト）に係る開示の拡充、持株会社等を用いた企業のグループ化の進展を受けた企業集団法制の整備、株主によるガバナンス機能を形骸化させる株式持合に係る開示の拡充、など
ガバナンス機構	ガバナンス体制の内容と選択理由に係る開示の義務化、監査役の機能強化に向けた開示の拡充、社外取締役・監査役の独立性に係る開示の具体化、会計監査人の選任議案・報酬の決定権に係る制度の整備、役員報酬に係る開示の拡充、など
投資者の議決権行使	機関投資家の受託者責任に係る法制の整備、機関投資家による議決権行使ガイドラインの作成と議決権行使結果の公表、上場企業による株主総会議案の議決結果の公表、など
規律付けの手法	上場会社等のコーポレートガバナンスをめぐる法制のあり方は引き続き検討、取引所による規律付けのあり方も今後、検討

（出典）金融庁公表資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

（3）報告後の対応

最終報告を受けた関係機関のその後の対応を概観しておく。

金融庁は、開示府令を改正（2010年2月12日公表⁹、3月31日施行）し、ガバナンス体制の概要と採用理由、役員報酬、株式保有の状況、株主総会での議決権行使結果に係る開示を拡充した。東京証券取引所は、上場制度を整備（2009年10月29日公表¹⁰、12月30日実施）し、既存のコーポレートガバナンス原則において、最終報告が提案したガバナンス・モデルを追加する改定を行い、ガバナンス報告書にガバナンス体制の選択理由の記載を求めるとともに、新たに独立役員制度を導入した。

最終報告が「会社法制面での検討を期待する」という提言に留めた事項、すなわち、企業集団法制の整備、会計監査人の選任議案・報酬の決定のあり方、公開会社法制構想などについては、2010年4月に着手された会社法改正作業に受け継がれた。

会社法改正は、法制審議会への諮問（2010年2月24日）を受けて設置された会社法制部会が担い、同年4月28日から2012年8月1日まで2年余りの検討を経て改正要綱案をとりまとめた（同年9月7日答申）。改正法案は2013年11月29日に国会に提出され、2014年6月20日に成立し、2015年5月

⁹ <<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100212-2.html>>。

¹⁰ <<http://www.jpex.co.jp/files/tse/rules-participants/public-comment/data/b7gje6000000o4oz-att/091029-jojo.pdf>>。

1日に施行された。社外取締役関係では、取締役の社外要件の見直し、社外取締役を置かない場合の理由の開示の義務付けなどとともに、社外取締役活用を促す新たなガバナンス機構として監査等委員会設置会社制度を導入した。企業集団関係では、多重代表訴訟制度の導入、内部統制制度の企業集団ベースへの拡大などが行われた。会計監査人関係では、選任議案・報酬の決定権が取締役会から監査役（会）に移された。

（４）小括

スタディグループは、資本市場の地位向上という設置目的に即して投資家目線で運営された。最終報告は、指名委員会等設置会社が「投資家の理解を得られ易い」として、ガバナンス機構間に優劣関係を持ち込んだ。同時に公表された経済産業省・企業統治研究会報告¹¹が、社外取締役の選任を推奨しつつも、機構間の優劣を明確にしなかったのと対照的である。

また、最終報告は、その後の金融行政に中長期的な影響を及ぼした。下記４で説明するスチュワードシップ・コードは、最終報告が提言した「機関投資家の受託者責任に係る法制整備」に対応し、下記５で説明するコーポレートガバナンス・コードは、最終報告が提言した「上場会社等のガバナンスに係る法制整備」に対応しており、最終報告の敷いた基本線が今日に繋がる。

更に、社外取締役選任の促進、企業集団法制の整備、公開会社法構想への対応など、会社法が取り扱ってきた課題についても積極的に提言を行っており、上場会社一般のガバナンス強化に取り組むというその後の積極姿勢に繋がっている。

Ⅲ. 金融監督行政への反映（2014年2月）

金融庁は2014年2月、金融監督行政において「指名委員会等設置会社への移行」を誘導する措置を発表した。提言された「社外取締役選任の推進」から、提言にない「指名委員会等設置会社移行への誘導」に踏み込んでいった経緯は不明であるが、スタディグループ報告が影響したものと推測される。なお、時系列では下記Ⅳのスチュワードシップ・コード制定が先行する。

（１）金融・資本市場活性化有識者会合

金融・資本市場活性化有識者会合は、日本経済再生本部の指示に基づき、日本市場の総合的な魅力の向上などに向けた方策を検討することを目的として、2013年11月8日に金融庁と財務省を事務局として設置された。同年12月13日提言¹²《図表3》では「上場している銀行及び銀行持株会社について独立性の高い社外取締役の導入を促すことが必要である」旨を提言した。

¹¹ <<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g90617b01j.pdf>>。

¹² 「金融・資本市場活性化に向けての提言」 <<http://www.fsa.go.jp/singi/kasseika/20131213/01.pdf>> 17頁。

《図表 3》金融・資本市場活性化有識者会合の提言（2013 年 12 月 13 日）

1. 豊富な家計資産等が成長マネーに向かう循環の確立（NISA 普及促進など）
2. アジアの潜在力の発揮等と我が国との一体的な成長（各国金融インフラ整備など）
3. 企業の競争力の強化、起業の促進（クラウドファンディング整備、企業統治強化など）
4. 人材育成、ビジネス環境の整備等（金融関係法令・ガイドライン等の英語化徹底など）

[企業統治強化関係]

質の高い企業統治を実現するためには、本年 11 月に国会へ提出された会社法の一部改正法案や 2014 年 2 月に実施予定の東京証券取引所の上場規則改正案を踏まえ、社外（独立）取締役の導入促進を図るべきである。また、こうした動きを踏まえ、金融機関に対する監督においても、上場している銀行及び銀行持株会社について、独立性の高い社外取締役の導入を促すことが必要である。

（出典）金融庁公表資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

（2）金融モニタリング

平成 25 事務年度（2013 年 7 月～2014 年 6 月）に係る金融モニタリング・レポート¹³では、水平的レビューの検証項目である「グループ経営管理の実態」について、社外取締役の選任の進展を記した上で「コーポレートガバナンス強化等の観点から委員会設置会社へ移行した先も見られた」《図表 4》として、指名委員会等設置会社への移行を殊更に採り上げた。この時点での移行会社はみずほフィナンシャルグループ¹⁴である。

《図表 4》金融モニタリング・レポート（2014 年 7 月 4 日）

第Ⅲ章 テーマ別の水平的レビューの概要／1. 経営管理／（1）取締役会及び執行部門の適切な機能発揮

①取締役会による適切な監督機能の発揮

取締役会が業務執行に対する監督機能を的確に果たすためには、社外の視点を活用し、その多様性を確保すること及び取締役会において実効性のある審議が行われることが重要となる。また、社外取締役が期待される機能を実質的に果たすためには、社外取締役の独立性、能力・見識、経営への強いコミットメント、判断に必要な情報提供等のサポート態勢が重要である。

3メガバンクグループ及び大手生損保会社の一部には、2014 年の株主総会で社外取締役の選任・増員が承認されるなど、社外取締役の比率を増加させる傾向にある。また、社外取締役として企業経営者、学者、法曹界等の様々な出身の人材を活用しているほか、女性を選出するなど社外取締役の多様化が一定程度進んでいる。

さらに、3メガバンクグループでは、経営プロセスの透明性向上によるコーポレートガバナンス強化等の観点から委員会設置会社へ移行した先も認められた。

（出典）金融庁公表資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

¹³ モニタリング・レポート <<http://www.fsa.go.jp/news//20140704-5.html>> 64 頁。2014 年 7 月 4 日発表。

¹⁴ みずほFGは指名委員会等設置会社への移行について 2013 年 12 月 26 日に検討表明した後、2014 年 6 月 24 日に移行した。移行表明は <https://www.mizuho-fg.co.jp/release/pdf/20131226_2release_jp.pdf> 参照。

(3) 主要行等向け監督指針の改定

金融庁は2014年2月25日、「主要行等向けの総合的な監督指針」改正案を公表¹⁵《図表5》した。中でも、G-SIFIsに指定された銀行持株会社を対象として「その組織体制を委員会等設置会社とするなどより強固な経営管理態勢となっているか」を検証するとし、指名委員会等設置会社移行に誘導している。

本件改正の後、三菱UFJフィナンシャル・グループ¹⁶が2015年2月26日に、三井住友フィナンシャルグループ¹⁷が2016年5月12日に、三井住友トラスト・ホールディングス¹⁸が2017年2月14日に、それぞれ指名委員会等設置会社への移行を表明した《図表6》。

《図表5》 主要行等向け監督指針改正の概要（2014年2月25日発表、同年6月4日改正）

<p>[改正の趣旨]</p> <p>平成25年12月13日、「金融・資本市場活性化有識者会合」において、会社法改正や東京証券取引所の上場規則の改正の動きを踏まえ、上場している銀行及び銀行持株会社について、監督上、独立性の高い社外取締役の導入を促すことが必要との提言があった。これを踏まえ、上場銀行及び上場銀行持株会社における経営管理（ガバナンス）態勢について、少なくとも1名以上の独立性の高い社外取締役が確保されているかを検証することとする等、所要の改正を行う。</p>
<p>[改正の概要]</p> <p>上場銀行及び上場銀行持株会社については、以下のような経営管理（ガバナンス）態勢となっているか検証することとする。</p> <p>(1) 取締役の選任議案の決定に当たって、少なくとも1名以上の独立性の高い社外取締役が確保されているか。</p> <p>(2) グローバルなシステム上重要な金融機関（Global Systemically Important Financial Institutions; G-SIFIs）に選定された銀行持株会社においては、例えば、その組織体制を委員会設置会社とする、あるいは、当該銀行持株会社の主要な子銀行については、非上場であっても、取締役の選任議案の決定に当たり独立性の高い社外取締役を確保するなど、その規模、複雑性、国際性、システミックな相互関連性に鑑み、より強固な経営管理（ガバナンス）態勢となっているか。</p>
<p>[寄せられた意見]</p> <p>社外取締役はともかく、委員会設置会社に関する例示は削除すべきである。当該例示は、「委員会設置会社は監査役設置会社比ガバナンスがより強固である」という評価を明確に打ち出すもので（略）極めて不適切である。</p> <p>[金融庁の考え方]</p> <p>組織体制を委員会設置会社とすること（略）を例示として掲げておりますが、G-SIFIsの規模、複雑性、国際性、システミックな相互関連性に鑑み、より強固な経営管理（ガバナンス）態勢となっているか検証を行っていくこととなります。</p>

（出典）金融庁公表資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

¹⁵ <<http://www.fsa.go.jp/news/25/20140225-1.html>>。主要行等はみずほ銀行、みずほ信託銀行、三菱東京UFJ銀行、三菱UFJ信託銀行、三井住友銀行、りそな銀行、三井住友信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行の9行。

¹⁶ <http://www.mufig.jp/vcms_lf/news/pressrelease-20150226-001.pdf>。

¹⁷ <http://www.smfg.co.jp/news/pdf/j20160512_02.pdf>。

¹⁸ <<http://smth.jp/news/2017/170214-2.pdf>>。

《図表 6》指名委員会等設置会社・監査等委員会設置会社に移行した銀行・銀行持株会社

区分	社名	統治機構	移行日
持株会社	りそなホールディングス	指名委員会等	2003/6/27
	日本郵政	指名委員会等	2007/10/1
	フィデアホールディングス	指名委員会等	2009/10/1
	みずほフィナンシャルグループ	指名委員会等	2014/6/24
	三菱UFJフィナンシャル・グループ	指名委員会等	2015/6/25
	山口フィナンシャルグループ	監査等委員会	2015/6/26
	トモニホールディングス	監査等委員会	2015/6/26
	めぶきフィナンシャルグループ	監査等委員会	2016/10/1
	西日本フィナンシャルホールディングス	監査等委員会	2016/10/3
	三井住友フィナンシャルグループ	指名委員会等	2017/6 予定
	三井住友トラスト・ホールディングス	指名委員会等	2017/6 予定
銀行	東京スター銀行	指名委員会等	2003/6/27
	十八銀行	指名委員会等	2007/6/22
	福井銀行	指名委員会等	2007/6/23
	ゆうちょ銀行	指名委員会等	2007/10/1
	第三銀行	監査等委員会	2015/6/24
	北國銀行	監査等委員会	2015/6/26
	伊予銀行	監査等委員会	2015/6/26
	青森銀行	監査等委員会	2016/6/23
	みちのく銀行	監査等委員会	2016/6/23
	山形銀行	監査等委員会	2016/6/23
	第四銀行	監査等委員会	2016/6/24
	中国銀行	監査等委員会	2016/6/24
	宮崎銀行	監査等委員会	2016/6/24
	愛知銀行	監査等委員会	2016/6/24
	常陽銀行	監査等委員会	2016/6/28
	足利銀行	監査等委員会	2016/6/28
	筑邦銀行	監査等委員会	2016/6/28
信託銀行	野村信託銀行	指名委員会等	2003/6/26

(出典) 損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

(4) G-SIFIs 規制との関係

指名委員会等設置会社に移行した銀行持株会社は、共通して「G-SIFIs に相応しいガバナンス態勢」であることを理由に掲げる《図表 7》。G-SIFIs 規制《図表 8》自体は特定のガバナンス機構を推奨するものでなく、移行理由は「規制が求めているから」ではない。

《図表 7》指名委員会等設置会社への移行理由の概要

みずほ	2013/12/26 移行表明：コーポレート・ガバナンスを巡る法令等の動向やバーゼル銀行監督委員会の原則等を見据えた、グローバルかつ先進的なガバナンスの枠組みを積極的に取り入れるべく、委員会設置会社への移行や社外取締役の追加招聘等の強靱なガバナンス態勢の確立に向けた基本方針を決定。
	ガバナンス・ガイドライン：グローバルに展開し、G-SIFIs (Global Systemically Important Financial Institutions) の一角をなす金融グループとして業界をリードすべき立場にあるという強い認識の下、グローバルに要求されているガバナンス体制に呼応していく。
三菱UFJ	2015/02/26 移行表明：グローバル事業の強化・拡充を進めるなか、G-SIFI として、海外のステークホルダーがより理解しやすいコーポレート・ガバナンス態勢を構築します。
	ガバナンス方針：国内外のステークホルダーに対して、より一層の説明責任を果たしうるコーポレートガバナンス態勢を実現する。
三井住友	2016/05/12 移行表明：SMFG は G-SIFIs の一角として、今後、より一層グローバルに業務を拡大していく上で、海外の関係当局、投資家、取引先等にとっても分かりやすい「G-SIFIs スタンド」のガバナンス態勢を構築いたします。

(出典) 各社公表資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

《図表 8》 G-SIFs 規制の概要

パーゼル銀行監督委員会「銀行向けコーポレートガバナンス原則（2015年7月）」では、①取締役会は十分な数の独立取締役で組成すべきである（全銀行向け）、②取締役会議長は独立・非業務執行の取締役とすべきである（議長とCEOの分離を含む、全銀行向け）、③独立取締役を委員長とする監査委員会・リスク委員会・報酬委員会の設置を「システム上重要な銀行」に求めるべきである、などを定める。同「銀行監督のためのコア原則（2012年9月）」では、独立取締役を非業務執行取締役と置き換えた上で①及び③について同旨の定めを置く。

（出典）損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

（5）指名委員会等設置会社制度の概要

ここで「指名委員会等設置会社制度」の理解し易さ・説明し易さについて検討しておく。

①社外役員の数

指名委員会等設置会社は通常、社外取締役を最低4人選任する¹⁹。監査役会設置会社（社外監査役2人以上）や監査等委員会設置会社（社外取締役2人以上）と比較すれば、一般的に社外役員の数が多いガバナンス機構であると言える。他方で、社外取締役を4人以上選任していれば、3つのガバナンス機構の間で説明し易さに差異はなくなる。

②監査役の権限

監査役制度に係る海外投資家の最大の批判は、取締役会で議決権を持たない監査役が監督機能を十分に果たせるのかという点にある。この点で言えば、指名委員会等設置会社と監査等委員会設置会社は、取締役会での議決権について説明し易いと言える。

③委員会の優越

指名委員会は、株主総会に提出する取締役選任議案を決定し、取締役会といえどもその決定を覆せない。報酬委員会（取締役・執行役の個人別報酬を株主総会に代わって決定する）も同様である。この点は各国で一般的なものではない²⁰。2002年の制度導入当時、社外取締役の過半数選任の義務付けを諦める一方で、委員会の権限を強化し、社外取締役が少数に留まる取締役会で委員会決定を覆すことのないように制度設計を行った結果²¹である。

逆に、社外取締役が多数を占める取締役会の下では、指名委員会という小さな場で取締役人事が完結してしまうことになり、対外説明のし難さに通じる可能性がある²²。

¹⁹ 自己監査を避けるために指名委員・報酬委員と監査委員とを兼任させないことが望ましいとされている。その場合、指名委員と報酬委員を兼ねる社外取締役2人と、監査委員を委嘱された社外取締役2人が必要となる。

²⁰ フランスのコーポレートガバナンス・コードは、委員会を設置しても取締役会の権限を縮減してはならない、取締役会の分裂を生じさせてはならない、委員会は取締役会に代わって行動するのではない、とする。

²¹ 立法担当者は「指名委員会に推薦権限しかないこととすると、社外取締役が過半数を占める指名委員会が経営監督者として適任であると考えられる取締役候補者を選んだとしても、代表役員の支配下にある取締役会によって、代表役員に都合の良い者に候補者を代えられてしまうおそれ」があったと解説する（始関正光「平成14年改正商法の解説5」商事法務1641号27頁）。

²² 江頭教授はCEO選定時の社外取締役の貢献につき内部昇格と外部招聘に分けて分析する（脚注1文献112頁）。

(6) 小括

ガバナンス強化の取組みを金融監督行政に採り入れることを提言した有識者会合は、金融機関をフロントランナーに位置づけ、その取組みを積極的に後押しすれば、融資先企業への働きかけを通じて企業一般に広がっていくという期待があったと推測される。提言は、社外取締役選任の推進に留まっていたが、スタディグループ報告の影響などを受けて、指名委員会等設置会社移行を推進する動きにシフトしていったようである。ただ、指名委員会等設置会社制度は、社外取締役の活用を限定しかねない要素を含んでいる点に留意する必要がある。

なお、有識者会合は日本経済再生本部の指示に基づき設置されており、金融庁の施策と内閣の経済対策の連動性が感じられる。

IV. スチュワードシップ・コードの制定（2014年2月）

金融庁は2014年2月、機関投資家の行動原則を定めるスチュワードシップ・コードをとりまとめた。海外では、企業の自助努力と投資家の働きかけがガバナンス強化を推進する「車の両輪」とされており、機関投資家が投資先企業にガバナンス強化を働きかけることが期待されている。

(1) 日本再興戦略 2013

政府は2013年1月8日、産業競争力の強化を通じた成長戦略を検討するために産業競争力会議を設置した。コーポレートガバナンス関係は第4回会合²³（2013年3月15日）で議論された。そこでは「低い資本効率経営に寛容な社会・経営者・投資家」が産業の新陳代謝を阻害しているとして、投資家が企業の成長を後押しする「英国のスチュワードシップ・コードの日本版の導入」が必要であると提言された。この提言を受けて、日本再興戦略 2013²⁴（2013年6月14日閣議決定、《図表9》）は「株主等が企業経営者の前向きな取組みを積極的に後押しする」ことを意図して「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、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、年内にとりまとめる」こととした。

《図表9》日本再興戦略 2013（コーポレートガバナンス関係抜粋）

【成長への道筋－民間の力を最大限引き出す】（3頁）

企業経営者に大胆な新陳代謝や新たな起業を促し、それを後押しするため、設備投資促進策や新事業の創出を従来が発想を超えたスピードと規模感で大胆かつ強力に推進する。加えて、株主等が企業経営者の前向きな取組を積極的に後押しするようコーポレートガバナンスを見直し、日本企業を国際競争に勝てる体質に変革する。

【主要施策例－コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用のあり方を検討する】（12頁）

- (i) 会社法を改正し、外部の視点から、社内のしがらみや利害関係に縛られず監督できる社外取締役の導入を促進する。【次期国会に提出】
- (ii) 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。【年内に取りまとめ】
- (iii) 公的・準公的資金について、各資金の規模・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、提言を得る。【本年秋までに結論】

²³ <<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/skkkaigi/dai4/siryou1.pdf>>。

²⁴ 日本再興戦略 <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf>。

【日本産業再興プランー緊急構造改革プログラム】

「攻め」の企業経営に向けた経営者の思い切った判断をこれまで以上に強力に促すため、株主などのステークホルダーからの経営改善の働きかけを呼び込む仕組みを導入する（27 頁）。

○コーポレートガバナンスの強化（28 頁）

- ・攻めの会社経営を後押しすべく、社外取締役の機能を積極活用することとする。このため、会社法改正案を早期に国会に提出し、独立性の高い社外取締役の導入を促進するための措置を講ずるなど、少なくとも一人以上の社外取締役の確保に向けた取組を強化する。
- ・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、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる。

（出典）首相官邸ホームページより損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

（2）有識者検討会

日本再興戦略 2013 を受けて金融庁は 2013 年 8 月 6 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」を設置した。検討会は同年 12 月 26 日にコード素案をとりまとめ、意見募集に付した後、2014 年 2 月 27 日に最終版を確定させた。また、検討会の提言にそって、金融庁は「コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意がある旨を表明した機関投資家」のリストを公表し、コードの普及・定着に取り組んでいる。

（3）日本版スチュワードシップ・コードの概要

日本版コード²⁵《図表 10》の特徴は、①最終目的を「企業の持続的成長」に置いたこと、②機関投資家と投資先企業との「建設的な対話」を重視すること、③機関投資家側の努力（投資先企業の状況把握、有益な対話を行う実力など）を掲げたことにある²⁶。

《図表 10》 スチュワードシップ・コードの概要

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。

（出典）金融庁公表資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

²⁵ <<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>>。

²⁶ 笠原基和「責任ある機関投資家の諸原則の概要」商事法務 2029 号 63 頁。

(4) 英国コードの概要

日本版コードの土台となった英国スチュワードシップ・コードの源流は、民間主体のキャドベリー委員会が1992年12月に策定した行動規範（Code of Best Practices）に遡る。行動規範の導入に際し、ロンドン証券取引所は上場企業に対し、その遵守状況（遵守しない項目があればその旨と理由）の開示を義務付けた。Comply or Explain と呼ばれる枠組みである。行動規範はその後、コーポレートガバナンス原則（Principles of Corporate Governance）と合体して統合規範（1998年6月）となり、更に、企業向けの「コーポレートガバナンス・コード」（2010年6月）と機関投資家向けの「スチュワードシップ・コード」（2010年7月）とに分割された。

英国コードに掲げる原則《図表11》のうち第4原則（企業への働きかけの強化）と第5原則（他の投資家との協働）は、我が国の実情に馴染まないことなどを理由として日本版での採用を見送られた。また、モニタリング（監視）という用語は「対話」に置き換えられた。

《図表11》英国スチュワードシップ・コードの概要

<ol style="list-style-type: none"> 1. 機関投資家は、受託者責任をどのように果たすかについての方針を公表すべき 2. 機関投資家は、受託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て公表すべき 3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべき 4. 機関投資家は、受託者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 5. 機関投資家は、必要に応じて他の投資家と協働すべき 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 7. 機関投資家は、受託者としての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
<p>【日本版で採用を見送られた原則の詳細】</p> <p>第4原則：機関投資家は、どのような場合に積極的に関与を行うのか、を明らかにするとともに、関与を行った場合には、その結果について定期的に評価すべきである。(略) 機関投資家が関与を行おうとする場合の例としては、社会問題・環境問題を含め、会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク・アプローチに対して懸念を有する場合などがあげられるであろう。</p> <p>第5原則：時には、他の投資家との協働が最も効果的なエンゲージメントの方法となることもあり得る。会社に重大なストレスが存する場合や広く経済にストレスが存する場合、またはリスクが発生し重大な〔投資〕価値の棄損につながるおそれがある場合には、集团的エンゲージメントは最も適切な方法となるかもしれない。</p>

(出典) 有識者検討会使用資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

(5) 機関投資家がガバナンス強化に果たす役割

機関投資家が投資先企業に対してガバナンス強化を働きかけるようになった経緯を概観する。

米国では、1980～1990年に年金基金による投資先企業への働きかけが活発になり、企業経営の監視において機関投資家が果たす役割が注目されるようになった。働きかけを強めた契機は、①運用資産規模の巨大化により値崩れを自ら招く株式売却という手段を封じられ、投資を継続しつつ業績向上を働きかける必要が生じたこと、②M&A活発化に伴い過度な企業防衛を講じる事例が増え、議決権行使による自衛を迫られたこと、③議決権行使も受託者責任の1つであるとする労働省見解（エイボン・レター）

が出され、制度的な裏付けを得たことの3点である²⁷。また、働きかけの手段は、議決権行使ガイドラインの作成と実践、株主提案の提出、企業との対話などである²⁸。

(6) 小括

スチュワードシップ・コードは、経済対策として、機関投資家が企業経営者の「前向きな取組み」を「積極的に後押しする」枠組みとして導入された。

上記2のスタディグループ2009年報告を受けて、機関投資家は、議決権行使ガイドラインの制定・公表などの取組みを進めてきたが、今回コードは、①建設的な対話という形で投資先企業への働きかけの多様化を求めたこと、②有益な対話を可能にする機関投資家の実力の引上げを求めたことに特徴がある。

また、スタディグループ2009年報告は「我が国においても、年金に関する受託者責任等を規定する米国のエリサ法のような法制を整備するとともに、議決権行使等の位置づけについても明確化を図っていくことが考えられるところであり、関係者における検討を期待したい」と記しており、提言から5年を経て前進が見られたといえることができる。

なお、英国では共通のルーツを有する「コーポレートガバナンス・コード」策定が我が国で先送りされた理由は判然としない。

V. コーポレートガバナンス・コードの制定（2015年3月）

金融庁・東京証券取引所は2015年3月、コーポレートガバナンス・コードをとりまとめた。上場会社がとるべき行動などを5つの基本原則、30の原則、38の補充原則に整理した本コードは、全社に一律の規制を及ぼす「法令」とは異なり、各社の取捨選択を許容する Comply or Explain の枠組みを取り入れた。

(1) 金融・資本市場活性化有識者会合

金融・資本市場活性化有識者会合（上記3（1）参照）は2014年6月12日に「コーポレートガバナンス・コードの検討」を提言した²⁹。そこに至る問題意識として「グローバル企業の収益性や株主還元に対する企業側の意識を変革し、売上高利益率やROEなどを国際的に遜色のない水準まで高めていく」ために「経営構造改革」を促す必要があるという認識を示した上で、その手段である「投資家および投資を受ける企業の双方においてコーポレートガバナンスの強化を促す施策」として「スチュワードシップ・コードの早期策定」とともに「コーポレートガバナンス・コードの検討」を提言した。

²⁷ ニッセイ基礎研究所「米国のコーポレート・ガバナンスの現状」（調査月報1993年7月号）41-42頁。

<http://www.nli-research.co.jp/files/topics/34717_ext_18_0.pdf?site=nli>。

²⁸ みずほ総合研究所「年金基金のコーポレート・ガバナンスへの取組み」（みずほレポート2004年9月発行）2-5頁。

<<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/report04-0930.pdf>>。

²⁹ 「金融・資本市場活性化に向けて重点的に取り組むべき事項」<<http://www.fsa.go.jp/singi/kasseika/20140612/01.pdf>>。

(2) 日本再興戦略 2014

産業競争力会議は第 16 回会合（2014 年 6 月 10 日）から日本再興戦略の改訂に向けた議論を開始した。席上配付された改訂骨子案³⁰では「ガバナンス強化のための新コードの策定等」が掲げられ、有識者会合の提言と整合する。日本再興戦略 2014³¹（2014 年 6 月 24 日閣議決定、《図表 12》）は「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」こととした。

《図表 12》日本再興戦略 2014（コーポレートガバナンス関係抜粋）

<p>【鍵となる施策：企業が変わる】 4-5 頁</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>同時に、銀行、機関投資家等の我が国の金融を担う各プレーヤーが、長期的な価値創造と「稼ぐ力」の向上という大きな方向に向けて、それぞれが企業とよい意味での緊張関係を保ち、積極的な役割を果たしていく必要がある。</p>
<p>【主要施策例：企業統治の強化】 18 頁</p> <p>○「コーポレートガバナンス・コード」の策定</p> <p>・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】</p>
<p>【緊急構造改革プログラム：新たに講ずべき具体的施策】 30-31 頁</p> <p>①コーポレートガバナンス・コードの策定等</p> <p>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。</p> <p>また、持ち合い株式の議決権行使の在り方についての検討を行うとともに、政策保有株式の保有目的の具体的な記載・説明が確保されるよう取組を進める。さらに、上場銀行、上場銀行持株会社について少なくとも 1 名以上、できる限り複数の独立社外取締役導入を促す。また、上場銀行持株会社の 100%出資銀行子会社に関しても、独立社外取締役の導入について検討するよう促す。</p>

（出典）首相官邸ホームページより損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

³⁰ <<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/skkkaigi/dai16/siryou1.pdf>>。

³¹ <<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>>。

(3) 有識者会議

日本再興戦略 2014 を受けて金融庁・東京証券取引所は 2014 年 8 月 7 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」を設置した。有識者会議は 2015 年 3 月 5 日、コード原案をとりまとめた。東京証券取引所は同年 5 月 13 日、有価証券上場規程の別添としてコードを定めるとともに、コーポレートガバナンス報告書において **Comply or Explain** の枠組みにそった記載を求めることなど所要のルール整備を行い、同年 6 月 1 日から実施した。

(4) コーポレートガバナンス・コードの概要

新たなコード³²は、上場会社が行うべき行動などを 5 つの基本原則、30 の原則、38 の補充原則に整理する《図表 13》。コードの適用について「**Comply or Explain** (原則を実施するか、実施しないときはその理由を説明するか)」の枠組みを採用する。

特徴的な原則として、日本再興戦略が「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」と位置づけたことを受け、原則 4-2 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」を取締役会の主要な役割・責務に掲げている³³。

コード策定プロセスを見ると、OECD 原則と各国コードが採り上げている論点をほぼ網羅した上で、定める内容を日本の実情に即して調整し文書化している。日本コードへの反映を見送られた主な事項は①取締役会議長と最高経営責任者の分離、②株主総会の勧告的決議³⁴、③従業員の経営参加³⁵である。なお、原則 1-4 として「政策保有株式」に関する原則を置いているが、日本コードに特有のものという訳ではない³⁶。

(5) 小括

従来の東京証券取引所「上場会社コーポレートガバナンス原則」は、5 つの期待と 13 の留意点を抽象的に掲げるに留まっていたが、本コードはとるべき行動などを具体的に定める。策定に当たり、先行する OECD のコーポレートガバナンス原則や各国のコーポレートガバナンス・コードを詳細に参照した検討がなされ、世界最高水準を目指すものといえる。

Comply or Explain の枠組みは、各企業が、自社の置かれた状況を踏まえて、コードで掲げた諸原則を主体的に取捨選択することを前提とし³⁷、形式的な遵守より主体的な判断が重視される。

各国コードを参照すると、全社に対して一律の規制を及ぼす「法令」と各社の取捨選択を許容する「コード」とを組み合わせてガバナンスの実効性を高めていく姿勢（強制と自主の組合せ）が窺える。我が国でも、コードに基づく各社の実績が積み上がった段階で、法令規制の見直しを図ることが考えられる。

³² <<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/code.pdf>>。

³³ 江頭教授は「コーポレートガバナンスの手法は経営者を監督するための『守りの手法』なのであって、コードが主張する『攻めのガバナンス』は概念矛盾に近い」（脚注 1 文献 117 頁）と評価する。

³⁴ フランス・コードは業務執行取締役報酬について「株主による勧告的投票」の実施の検討を求める。株主総会が否定的な意見を出したときは、取締役会はそれへの対処内容を直ちに公表することが求められる。

³⁵ OECD コードでは各国の具体例として①従業員を代表する取締役の選任、②重要な意思決定に従業員の視点を取り入れる労働評議会（works council）を挙げる。

³⁶ ドイツ・コードは「重要性のある株式保有を行う（投資先）企業リストの公表」を求める。

³⁷ 日本版コードの前文は「本コードに定める各原則の適用の仕方は、それぞれの会社が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである」とする。

《図表 13》コーポレートガバナンス・コードの概要

基本原則	原則
1 株主の権利・平等性の確保	1-1 上場会社は株主の権利の実質的に確保されるよう対応すべき
	1-2 上場会社は株主総会における権利行使に係る環境整備を行うべき
	1-3 上場会社は資本政策の基本的な方針を説明すべき
	1-4 上場会社は株式の政策保有に関する方針を開示すべき
	1-5 取締役会等は買収防衛策につき適正な手続を確保し、株主説明を行うべき
	1-6 取締役会等は株主を害し得る資本政策につき適正な手続を確保し、株主説明を行うべき
	1-7 取締役会は役員・主要株主等との取引につき適正な手続を確保し、その枠組みを開示し、監視を行うべき
2 株主以外のステークホルダーとの協働	2-1 上場会社は中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念を策定すべき
	2-2 上場会社はその価値観を示しその構成員が従うべき行動準則を定め、実践すべき
	2-3 上場会社はサステナビリティを巡る課題に適切な対応を行うべき
	2-4 上場会社は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
	2-5 上場会社は内部通報に係る適切な体制整備を行うべき
3 情報開示と透明性の確保	3-1 上場会社は経営理念、ガバナンスの基本的な考え方を開示すべき
	3-2 外部会計監査人・上場会社は適正な監査の確保に向けて適切な対応を行うべき
4 取締役会等の責務	4-1 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・責務の一つと捉えるべき
	4-2 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主要な役割・責務の一つと捉えるべき
	4-3 取締役会は経営陣・取締役に対する監督を主要な役割・責務の一つと捉えるべき
	4-4 監査役・監査役会は株主に対する受託者責任を踏まえ適切な判断を行うべき
	4-5 取締役・監査役・経営陣は株主に対する受託者責任を認識し行動すべき
	4-6 上場会社は業務の執行には携わらない取締役の活用について検討すべき
	4-7 上場会社は独立社外取締役の有効な活用を図るべき
	4-8 上場会社独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき
	4-9 取締役会は取締役の独立性判断基準を策定・開示すべき
	4-10 上場会社は任意の仕組みを活用し、統治機能の更なる充実を図るべき
	4-11 取締役会は知識・経験・能力をバランス良く備え、多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべき
	4-12 取締役会は自由闊達で建設的な議論を尊ぶ気風の醸成に努めるべき
	4-13 上場会社は取締役・監査役の支援体制を整えるべき
4-14 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提供等を行うべき	
5 株主との対話	5-1 上場会社は株主からの対話の申込みに対して合理的な範囲で前向きに対応すべき
	5-2 経営戦略・経営計画は収益計画や資本政策の方針、収益力等の目標を提示したものであり、その実現策を株主に分かり易く説明すべき

(出典) 金融庁公表資料より損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

VI. その後の取組み

コーポレートガバナンス・コードの制定以降、新たな枠組みを導入する動きは生じていない(図表 14)。これまでに導入した枠組みを実践するフェーズに入ったと言えるが、実践については、企業の取組事例の収集・分析と金融機関の取組みを促す動きが注目される。

企業の取組事例の収集について、日本再興戦略 2016³⁸は「ガバナンス体制に関心を持つ企業ニーズに対応するため、内外の先進的な事例を整理しつつ、取締役会の役割・運用方法、CEO の選解任・後継者計画やインセンティブ報酬の導入、任意のものを含む指名・報酬委員会の実務等に関する指針や具体的な事例集を策定する」とし、好取組みを他の企業に展開していく姿勢が窺える。他方で、日本再興戦略 2017 に向けて作業を進める未来投資会議³⁹は、これら項目に加えて「退任役員の顧問・相談役及び他社の社外取締役への就任慣行」も検討項目として掲げ、悪しき慣行の排除にも目配りしている。経済産

³⁸ 日本再興戦略 2016 <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/2016_zentaihombun.pdf>。引用文は 146 頁記載。

³⁹ 未来投資会議第 4 回 (2017 年 1 月 27 日) 配付資料「これまでの議論の経緯と今後の検討の方向性」10 頁。

<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/dai4/siryou7_2.pdf>。

業省の研究は2017年3月10日、指針と事例をとりまとめている⁴⁰

金融機関のガバナンス取組について、日本再興戦略2015⁴¹は「金融機関のガバナンスや経営体力の強化に向け、独立社外取締役の選任や政策保有株式の縮小などの動きを引き続き注視する」とし、引き続き取組を促進し、金融機関をフロントランナーに据える意図が読み取れる。

《図表 14》政府のガバナンス取組みの概要

日本再興戦略 2015	<ul style="list-style-type: none"> ○取締役会が経営陣に決定を委任できる業務の範囲等に関する会社法の解釈指針の作成 ○投資家向け情報開示における統合的な開示のあり方の検討 ○金融機関のガバナンス強化に向けて独立社外取締役の選任などの動きを注視
日本再興戦略 2016	<ul style="list-style-type: none"> ○取締役会の役割・運用方法、CEOの選解任・後継者計画やインセンティブ報酬の導入、任意のものを含む指名・報酬委員会の実務等に関する指針や具体的な事例集の作成 ○投資家向け情報開示における制度・省庁横断的な検討の実施 ○ESG投資など持続的な企業価値を生み出す企業経営・投資のあり方やそれを評価する方法など、投資の最適化等を促す政策対応の検討
未来投資会議 (2017年1月)	<ul style="list-style-type: none"> ○スチュワードシップ・コードの見直し ○取締役会の役割・運用方法、CEOの選解任・後継者計画やインセンティブ報酬の導入、指名・報酬委員会の実務、退任役員顧問・相談役及び他社の社外取締役への就任慣行等の検討 ○一体的開示に係る記載事項の共通化の進め方の検討 ○投資の最適化を促すガバナンスの仕組みや経営者の投資判断と投資家の評価のあり方等の検討

(注) 産業競争力会議は2016年9月に未来投資会議に衣替えとなった。ガバナンス関係の取組みは従来どおり未来投資会議での議論を経て政府の成長戦略（日本再興戦略）に反映されると見込まれる。

(出典) 首相官邸ホームページより損保ジャパン日本興亜総合研究所作成。

Ⅶ. 残された課題：今後の展望に代えて

企業のガバナンス強化が成長戦略に取り込まれて15年近く経ち、会社法の改正と2つのコードの制定により制度面の整備は一区切りを迎えた。今後は、日本再興戦略の掲げる「攻めのガバナンスの実現」に向けて実践と定着を積み重ねていくことになる。残された課題を整理し、今後の展望に代えることとしたい。

(1) 攻めの企業風土

日本再興戦略は「経営者の前向きな取組の後押し」や「経営者のマインドの変革」という言葉に見られるように「経営者が変われば企業が変わる」ことを想定している。個人の力量より集団行動のウェイトの高い日本社会における次のステップは「攻めの企業風土の構築」になると思われる。直近版である日本再興戦略2016も「CEO選解任に関する指針・事例集の作成」を課題に掲げているが、個人の意識改革に留めることなく企業風土改革に繋げていく工夫を期待したい。

⁴⁰ CGS 研究会報告書 <<http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/20170310001.html>>。

⁴¹ 日本再興戦略2015 <<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/dai1jp.pdf>>。引用文は29頁記載。

(2) ガバナンス機構の優劣を巡る議論

会社法改正の背景の1つとして、指名委員会等設置会社に移行したり社外取締役を積極的に任用したりする会社が少ないのは、経営者による株主利益軽視の表れであるという機関投資家等の批判⁴²があった。社外取締役の選任が取締役会による監督機能の強化に繋がる点に異論はなかろうが、このこととガバナンス機構の選択とを同列に並べることができるのかについては、精査が必要である⁴³。精査が行われないまま、議論が噛み合わないままの状況が続いている。

コーポレートガバナンス・コードの制定により企業の説明すべき事項が広がり、また、建設的な対話による株主からのフィードバックを受けて、「噛み合った議論」の下でガバナンス機構の選択が進むことを期待したい。

(3) 会社法制の見直し

上記5(5)で述べたとおり、我が国は、規制法である「会社法」が存在する中で、企業の選択を許容するコーポレートガバナンス・コードを策定したが、その過程で一律規制から自主選択に移行すべき事項を洗い出す作業は行われなかった。結果として高度に緻密な規制となっている可能性があり、法令とコードの「最適な組合せ」という観点から見直しが行われることを期待したい。

⁴² 岩原紳作「総論—会社法制見直しの経緯と意義」ジュリスト1439号14-17頁。

⁴³ 高橋教授は会社経営者が委員会等設置会社を選択しない理由を「移行する積極的意味が見いだせないという点に求められよう」(高橋英治「日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の歴史と課題」商事法務1997号13頁)とされる。会社経営者が監督機能強化を嫌ってガバナンス機構を変えないという構図が普遍的に成立する訳ではない。