

Title	コーポレート・ガバナンス改革の潮流：2つのコードを通じた規制
Sub Title	Corporate governance reform in Japan：regulation through two codes
Author	内田, 大輔(Uchida, Daisuke)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2024
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.67, No.3 (2024. 8) ,p.89- 108
JaLC DOI	
Abstract	本稿では，スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードという2つのコードを通じた規制に注目し，アベノミクスにおけるコーポレート・ガバナンス改革の潮流を整理する。そして，2つのコードにおいて指摘される日本のコーポレート・ガバナンスの課題を明らかにすることで，日本のコーポレート・ガバナンス研究が取り組むべき今後の研究課題を考える。 Focusing on regulations through two codes—Japan's Stewardship Code and Corporate Governance Code, this article reviews corporate governance reform in Abenomics. By identifying the issues of corporate governance in Japan raised in the codes, this article considers future research topics.
Notes	榊原研互教授・岡本大輔教授 退任記念号 論文
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20240800-0089

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

コーポレート・ガバナンス改革の潮流：2つのコードを通じた規制

Corporate governance reform in Japan: Regulation through two codes

内田大輔(Daisuke Uchida)

本稿では、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードという2つのコードを通じた規制に注目し、アベノミクスにおけるコーポレート・ガバナンス改革の潮流を整理する。そして、2つのコードにおいて指摘される日本のコーポレート・ガバナンスの課題を明らかにすることで、日本のコーポレート・ガバナンス研究が取り組むべき今後の研究課題を考える。

Focusing on regulations through two codes—Japan's Stewardship Code and Corporate Governance Code, this article reviews corporate governance reform in Abenomics. By identifying the issues of corporate governance in Japan raised in the codes, this article considers future research topics.

コーポレート・ガバナンス改革の潮流

—— 2つのコードを通じた規制 ——

内 田 大 輔

<要 約>

本稿では、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードという2つのコードを通じた規制に注目し、アベノミクスにおけるコーポレート・ガバナンス改革の潮流を整理する。そして、2つのコードにおいて指摘される日本のコーポレート・ガバナンスの課題を明らかにすることで、日本のコーポレート・ガバナンス研究が取り組むべき今後の研究課題を考える。

<キーワード>

コーポレート・ガバナンス改革、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、規制

I. はじめに

2013年6月、アベノミクスの第三の矢として「日本再興戦略—— JAPAN is BACK ——」が公表され、コーポレート・ガバナンス（企業統治）が成長戦略の中心に位置付けられた。そこでは、日本企業の経営者は保守的で、成長に必要なリスクテイクを行わない傾向があるという問題意識の下、コーポレート・ガバナンスの整備を通じて、経営者にリスクテイクを促し、成長を実現することが期待された。こうした改革の意図は、2014年に公表された『『日本再興戦略』改訂2014

1) 2012年12月に発足した第2次安倍内閣において掲げられた一連の経済政策は、アベノミクス（Abenomics）と称された。アベノミクスでは、大胆な金融政策・機動的な財政政策・民間投資を喚起する成長戦略を「三本の矢」と位置付け、日本経済の再生を目指した。日本再興戦略は、大胆な金融緩和および積極財政に次ぐ、アベノミクスの第三の矢にあたる。

2) 米国や欧州におけるコーポレート・ガバナンス改革は、株主からの圧力がもたらす経営者の過度なリスクテイクや近視眼的な経営に問題意識があったのに対し、日本のコーポレート・ガバナンス改革は、経営者の過少なリスクテイクや保守的な経営に問題意識があり、その点で米国や欧州のコーポレート・ガバナンス改革とは異なる。

——未来への挑戦——」において、下記のように示されている。

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。³⁾

アベノミクス下のコーポレート・ガバナンス改革⁴⁾において特徴的な施策には、スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）とコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）という2つのコードを通じた規制が挙げられる⁵⁾。SSコードは、2014年に策定された機関投資家の行動指針で、資金の最終的な出し手である委託者に対する機関投資家の責任について規定している一方で、CGコードは、2015年に策定された上場会社の行動指針で、株主を含むステークホルダーに対する会社の責任について規定している⁶⁾。⁷⁾

これらの2つのコードは、異なる主体を対象としているものの、SSコードに基づく株主（機関投資家）と会社との間の建設的な対話により、CGコードに基づくコーポレート・ガバナンスの改善に向けた会社の取り組みが充実されるといったように、車の両輪として機能することが期待されている（東京証券取引所、2015）。この意味で、会社は、CGコードを通じた規制によって

3) 『『日本再興戦略』改訂2014——未来への挑戦——』（2014年6月24日閣議決定）4ページ。

4) コーポレートガバナンスコードが策定された2015年はしばしば企業統治元年と称されるが（日本経済新聞、2016）、日本におけるコーポレート・ガバナンス改革の端緒は1990年代後半にある。戦後、多くの日本企業の株式は、系列関係にある事業法人や金融機関に保有されていたが、バブル崩壊後、不良債権問題が深刻化した銀行や生命保険会社といった金融機関は保有株式の売却を迫られた。その売却された株式を主に取得した海外機関投資家は、バブル崩壊後、業績が低迷する日本企業のコーポレート・ガバナンスを問題視し、その改革を求めるようになったのである。そのような圧力の下、商法改正を通じて、ストック・オプションの導入（1997年）、社外取締役の導入（2001年）、委員会等設置会社（現・指名委員会等設置会社）の導入（2002年）等がなされた。

5) スチュワードシップ（stewardship）とは、「管理者の心掛け」という意味である。中世の英国において、荘園領主に雇われてその土地を管理する者をスチュワード（steward）と呼び、その者の責任をスチュワードシップと呼んでいたことに由来する。顧客から預かった資金を運用している機関投資家は、スチュワードに相当し、その資金を管理する者として、顧客に対してスチュワードシップ責任を負っている。

6) CGコードやSSコードのように、強い拘束力を伴わない規制をソフト・ローという。それに対し、法律のように、強い拘束力を伴う規制をハード・ローという。アベノミクスにおける一連の改革では、CGコードやSSコードといったソフト・ローを通じた規制に加え、会社法改正による監査等委員会設置会社の導入（2014年）や上場会社等における社外取締役の選任の義務化（2019年）といったハード・ローを通じた規制もなされている。

7) SSコードがCGコードに先行して策定されたのは、必ずしも意図的に計画されたからではなかった。2012年12月に第2次安倍内閣が発足した当初から、CGコードの策定は政府内で考えられていたが、この頃はまだ、会社法改正の方向性が定まっていなかった。社外取締役の数が論点の一つになることが予想されていたことを踏まえると、会社法改正の策定が終わっていない段階で、CGコードの議論をすることが難しかったため、SSコードの議論が先行することになったという（竹中、2017）。

直接的にコーポレート・ガバナンスをめぐる課題への取り組みを求められるだけではなく、SSコードを通じた規制によっても間接的にそうした課題への取り組みを求められるようになる。

アベノミクスにおいてコーポレート・ガバナンスが成長戦略の中心に位置付けられてから10年が経過している。SSコードとCGコードは、それらが策定されて以降、定期的に（およそ3年ごとに）見直され、それぞれ2度の改訂を重ねてきた。本稿では、SSコードとCGコードの策定時に指摘された、また、それらが改訂を繰り返す中で新たに指摘されるようになった日本のコーポレート・ガバナンスをめぐる課題を検討することを通じて、日本のコーポレート・ガバナンス研究が取り組むべき今後の研究課題を考えていく。

本稿の構成は以下の通りである。第Ⅱ節では、コードを通じた規制の基本枠組みと歴史的背景を整理する。その上で、第Ⅲ節と第Ⅳ節ではそれぞれ、SSコードとCGコードを概観する。そして、第Ⅴ節では、これら2つのコードを補完する位置付けで策定された2つのガイドライン、CGコードを実践するための実務指針である「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」（以下、CGSガイドライン）およびSSコードの対象である機関投資家とCGコードの対象である上場会社との対話を促すために策定された「投資家と企業の対話ガイドライン」（以下、対話ガイドライン）、を取り上げる。最後に、第Ⅵ節では、日本のコーポレート・ガバナンス研究が今後取り組むべき課題について議論する。

Ⅱ. コードを通じた規制

1. 基本枠組み

CGコードとは一般に、公式の契約や制度における不備に対処するために設計された一連のベスト・プラクティスのことであり、取締役会の役割・構成、株主と経営者の関係、監査や情報開示、経営者を含む取締役の選解任といった課題への処方箋を提示する（Haxhi & Aguilera, 2014）。多くの場合、その対象として上場会社が想定されているが、必ずしも上場会社に限定されているわけではない。国営企業やファミリー企業、中小企業といった特定の会社が対象とされたり、商業銀行や機関投資家といった金融機関が対象とされたりすることもある⁸⁾（Cuomo et al., 2016）。本稿では、用語の定義を明確にするために、特に対象を限定せずにCGコード一般を指す場合には「コード」という用語を用い、上場会社に対象を限定する場合には「CGコード」、機関投資家に対象を限定する場合には「SSコード」を用いる。

コードの内容および対象はそれぞれ異なるものの、会社のコーポレート・ガバナンスの質の向上、また、会社の株主への説明責任の向上および株主・ステークホルダー価値の最大化という2つの目的は、あらゆるコードにおいて共通している。加えて、正式な拘束力がないこと、専門家からなる委員会によって発行されること、適用が柔軟であること、コードからの逸脱を評価するための市場メカニズムに基づいていること、そして、その性質として経時的に進化すること、と

8) そのため、CGコードは広義にはSSコードを含むことになる。

いった点で、法律等の他の規制とは異なる (Haxhi & Aguilera, 2014)。ここで、経時的に進化するとは、原則の実施状況の検証や経済・社会情勢の変化を踏まえ、定期的に見直しが行われ、改訂がなされることを指す。実際に日本では、SS コードおよびCG コードの検証や改訂について、金融庁と東京証券取引所（以下、東証）に設置された「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」（以下、フォローアップ会議）において議論され、その後のパブリックコメントの手続を経て、確定・公表がなされている。

こうしたコードの特徴は、プリンシプル・ベース・アプローチ (principles-based approach: 原則主義) とコンプライ・オア・エクスプレイン (comply or explain) という手法に色濃く表れている。プリンシプル・ベース・アプローチとは、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 (rules-based approach: 細則主義) ではなく、原則 (プリンシプル) のみを示し、細かい判断は各自に任せるというアプローチのことである。一方、コンプライ・オア・エクスプレインとは、遵守あるいは説明を求めることを指し、原則の遵守 (comply) を一律に強制するのではなく、原則の主旨を理解した上で、個別の状況に照らして実施することが適切でないと考える場合には、実施しない理由を説明すること (explain) を求める。そのため、自らの個別事情を踏まえて実施するが、適当ではないと判断される原則があれば、実施しない理由を十分に説明することで、一部の原則を実施しないことも許容される。

2. 歴史的背景

このような特徴を有するコードの端緒は、1978年1月に米国のビジネス・ラウンドテーブルが公表した報告書「The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation」に求めることができる。この報告書は、当時の米国における企業不祥事や敵対的買収の頻発を受け、取締役会の機能強化を中心としたコーポレート・ガバナンスの向上を企図していた。その後、米国では、ビジネス・ラウンドテーブルに加え、証券取引委員会やニューヨーク証券取引所がCG コードを継続的に公表していたが、同国以外においては、1989年の香港証券取引所の例を除き、公表されることはなかった。米国における公表以後しばらくの間は遅々として普及が進まなかったものの、1992年12月に英国でエイドリアン・キャドバリー卿を委員長とするキャドバリー委員会の報告書「Financial Aspects of Corporate Governance」が公表されると、株主価値を重視する企業経営への関心の高まりと相まって、CG コードの普及が進展し、2014年までに、日本を含む88ヵ国で策定されるに至った (Cuomo et al., 2016)。

一方、SS コードの歴史は比較的に浅く、その端緒は、2010年7月に英国の Financial Reporting Council が公表した「The UK Stewardship Code」に求めることができる。これは、世界金融危機の発生を契機に、機関投資家の受託者責任に対して議論が高まったことを受けて策定されたものであった。SS コードは、英国での策定後すぐに普及が進展し、2014年までに、日本を含む20ヵ国において策定されている (Cuomo et al., 2016)。世界各国のSS コードは、機関投資家の団体が中心となって策定されたものが多く、政府や証券取引所といった公的機関による関与を通じて策定された日本のSS コードは、英国、南アフリカに続く3番目のケースだという (笠原,

2014)。

日本では、SSコード(2014年2月)およびCGコード(2015年6月)の策定を機に、コードを通じた規制に多くの注目が集まるようになった。しかしながら、コードという名称は用いられていないものの、それに相当するコーポレート・ガバナンスに関する行動指針は以前からも公表されており、その歴史は1997年9月に経済団体連合会(現・日本経済団体連合会、以下、経団連)のコーポレート・ガバナンス特別委員会が公表した「コーポレート・ガバナンスのあり方に関する緊急提言」に遡ることができる。そこでは、1990年代後半に頻発した利益供与事件といった企業不祥事を受け、監査機能の強化と株主代表訴訟制度の見直しが提言された。この提言を嚆矢にその後、様々な主体によってコーポレート・ガバナンスに関する行動指針が公表されている。具体的には、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムによる「コーポレートガバナンス原則」(1997年10月公表、2001年10月改訂)、厚生年金基金連合会(現・企業年金連合会)が議決権行使の指針をまとめた「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書」(1998年10月)、東証による「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」(2004年3月公表、2009年12月改訂)が挙げられる(内田、2016)。

Ⅲ. スチュワードシップ・コード(SSコード)

1. 策定(2014年2月)

(1) 総論

2014年2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、『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～」が公表された。本検討会は、2013年4月に日本経済再生本部(2012年12月に内閣に設置)において出された内閣総理大臣の指示、2013年6月の「日本再興戦略—— JAPAN is BACK ——」の閣議決定⁹⁾を踏まえ、2013年8月に設置された。

SS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、スチュワードシップ責任を果たす上で有用と考えられる諸原則を定めたものである。ここで、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」(金融庁、2014)を意味する¹¹⁾。SS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によって、経済全体の成長が実現されることが期待されている。

9) 第6回 日本経済再生本部 配布資料「第4回・第5回産業競争力会議の議論を踏まえた当面の政策対応について」(2013年4月2日)3ページ。

10) 「日本再興戦略—— JAPAN is BACK ——」(2013年6月14日閣議決定)12ページ。

11) 2020年3月の改訂において、「投資先およびその事業環境等に関する深い理解」に基づくだけでなく、「運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮」にも基づくように改訂されている。

SS コードは、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いたものであるが、債権等の他の資産に投資する機関投資家を除外しているわけではなく、海外に拠点を置く機関投資家も日本企業に投資する場合に適用対象に含まれている。また、SS コードの適用対象となる機関投資家の範囲については、運用機関（投資運用会社などが該当し、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う機関投資家）やアセットオーナー（年金基金や保険会社などが該当し、資金の出し手となる機関投資家）を主に念頭に置いているものの¹²⁾、あえて明確には設定されているわけではなく、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を含む、より幅広い主体がSS コードの適用対象になり得る。

また、SS コードは、プリンシプル・ベース・アプローチおよびコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しており、その趣旨に賛同し、受け入れる機関投資家に対し、その表明を求めている。受入れを表明する機関投資家は、全ての原則を実施する必要はなく、実施しない原則があれば、その理由を説明すれば実施しなくてもよい。本コードを受け入れる機関投資家は、「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）および「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）¹³⁾をウェブサイトで公表し、当該公表を行ったウェブサイトの URL を金融庁へ通知することが求められる。そして金融庁は、本コードの受入れを表明した機関投資家のリストを公表している¹⁴⁾。

SS コードは、以下の7つの原則から構成され、各原則の下には合わせて21の指針が設けられている（金融庁、2014）。(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

12) 2020年3月の改訂では、日本の上場株式以外の資産にも適用することが可能である旨が前文10に明記されるようになった。

13) 運用機関には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該会社の企業価値の向上に寄与することが期待される一方で、アセットオーナーには、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、あるいは委託先の運用機関の行動を通じて、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。なお、2017年5月の改訂前までのSSコードでは、運用機関は「資産運用者としての機関投資家」、アセットオーナーは「資産保有者としての機関投資家」と称されている。

14) 当該公表項目については毎年の見直し・更新が求められる。

15) 2023年12月31日時点で、受入れ表明をした機関投資家は331社（信託銀行等6社、投信・投資顧問会社等208社、生命保険・損害保険会社24社、年金基金等82社、その他（機関投資家向けサービス提供者等）11社）である（金融庁、2023）。

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。

日本のSSコードは、英国のSSコードを参考にしているものの、それをそのまま導入したのではなく、企業の持続的成長、機関投資家と企業との建設的な対話の促進という観点を踏まえつつ、日本の実情に応じたSSコードを目指して策定された。日本のSSコードの主な特徴には、英国のSSコードと比べた場合、(1)中長期的視点から企業価値および資本効率を高め、「企業の持続的成長」を促すことの重要性を強調していること、(2)機関投資家と企業との間の「建設的な対話」を重視していること、(3)企業にとっても有益な対話となるよう、機関投資家に対して投資先企業やその事業環境等に関する深い理解を求めていること、が挙げられる（笠原，2014）。

(2) 目的を持った対話（エンゲージメント）

SSコードでは機関投資家に、投資先企業の企業価値の向上および持続的成長の促進により、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るための具体的な方法として、投資先および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）を求めている。¹⁶⁾ 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」（金融庁，2014）のことであり、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味しているわけではない。目的を持った対話は、機関投資家がスチュワードシップ責任を適切に果たすために求められる活動であり、スチュワードシップ責任の定義にも明示されている。

2. 改訂（2017年5月）

(1) 総論

2017年5月、フォローアップ会議で取りまとめられた意見を踏まえ、改訂が行われた。その改訂は、スチュワードシップ活動におけるアセットオーナーの役割を明確化するとともに、運用機関におけるガバナンス・利益相反管理の強化等を促すものとなっている（田原・染谷・安井，2017）。本改訂では、7つの原則自体は変わらず、指針の新設・改訂がなされ、指針は30（+9）となった（金融庁，2017）。以下では、改訂された主な点について議論していく。

(2) 議決権行使結果の開示

本改訂では、議決権行使結果の開示が充実されるように、指針5-3が改訂されている。従前は、機関投資家に対して、議案の種類ごとに集計する形での議決権行使結果の公表が求められていたが、改訂後は、集計による公表にとどまらず、個別の投資先企業および議案ごとに議決権行使結果の開示が求められるようになった。¹⁷⁾ これは、本指針における脚注15において、「我が国に

¹⁶⁾ 注11)を参照。

¹⁷⁾ 例えば、取締役選任議案であれば、個別の取締役候補者ごとに議決権が行使されるため、各候補者への賛否

においては、金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こうした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事例が多いのではないかと懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果を公表することが重要である」(金融庁, 2017)と説明されているように、議決権行使をめぐる利益相反の懸念の払拭を企図している。

3. 改訂 (2020年 3 月)

(1) 総論

2020年 3 月、フォローアップ会議で取りまとめられた意見を踏まえ、再び改訂が行われた。ここでは、サステナビリティといった SS コード全体に関わる論点、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントといった個別主体ごとの論点に関して改訂がなされた(井上・島貫・山田・西原, 2020)。本改訂では、原則の新設に加え、指針の新設・改訂・削除もなされており、原則は 8 (+ 1)、指針は 33 (+ 3) となった¹⁸⁾(金融庁, 2020)。以下では、改訂された主な点について議論していく。

(2) サステナビリティ

本改訂では、国内外における投資家および会社の間でサステナビリティに対する関心の急速な高まりを受け、スチュワードシップ責任の中に、サステナビリティの考慮が含まれることが明記されるようになった¹⁹⁾。具体的には、建設的な目的を持った対話が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解だけでなく、運用戦略に応じたサステナビリティ (ESG 要素を含む中長期的な持続可能性) の考慮にも基づくことが追記された。このように、スチュワードシップ責任の定義にサステナビリティの考慮が含まれているものの、スチュワードシップ責任は、投資先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である点は改訂前から変わっていない。この意味で、サステナビリティの考慮は、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長に資する範囲で追求されるべきといえる。²⁰⁾

(3) 議決権行使助言会社

近年における議決権行使助言会社の影響力の拡大を受け、機関投資家向けサービス提供者という主体が新たに定義された。ここで、機関投資家向けサービス提供者とは「議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供している主体」(金融庁, 2020)と定義

ㄨ 否の開示が求められる。

18) 4つの指針が新設され、1つの指針(指針5-5)が削除されている。

19) 2017年5月の改訂においても、サステナビリティの考慮に関わる改訂はなされていたが、それは、指針3-3の脚注7において、社会・環境問題に関連するものとして、ESG要素が明示的に言及されるようになった程度であった。

20) サステナビリティに関する改訂は、前文のスチュワードシップ責任の定義および指針1-1の他に、原則7、指針1-2、4-2、7-1においてもなされている。

されている。そして、それに係る原則として、「機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすにあたり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである」(金融庁, 2020)が新設²¹⁾されている。

IV. コーポレートガバナンス・コード (CG コード)

1. 策定 (2015年6月)

(1) 総論

2015年3月、金融庁および東証に設置された「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」において、「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」が策定・公表された。²²⁾これは、2014年6月に公表された『『日本再興戦略』改訂2014——未来への挑戦——』を受け、東証において制定されるCGコードの基本的な考え方を取りまとめたものであり、実行的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な原則が示されている。

CGコードでは、コーポレート・ガバナンスを「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」(東京証券取引所, 2015)と定義²³⁾し、本コードで提示される原則が適切に実践されることは、「それぞれの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」(東京証券取引所, 2015)とされる。また、コーポレート・ガバナンスはしばしば、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止等に重点を置く傾向があるが、²⁴⁾CGコードは、そうした側面を過度に強調するものではなく、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」(東京証券取引所, 2015)に主眼を置いている。この意味で、CGコードは攻めのガバナンス (growth-oriented governance) の実現を目指している。

CGコードは、SSコードと同様に、プリンシプル・ベース・アプローチおよびコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用している。東証は、CGコードの策定に伴い有価証券上場規程を改正し、CGコードの趣旨・精神を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組み、CG

21) 議決権行使助言会社については、2017年5月改訂において、指針5-5が新設されていたが、本改訂において、注18)で述べたように同指針は削除されている。

22) 東証は、本原案を内容とするCGコードを制定している。東証が制定するCGコードは、序文や背景説明の記載の削除等の技術的な変更を加える点を除き、原案をそのままその内容とし、有価証券上場規定に別添されている。

23) コーポレート・ガバナンスの定義に関しては、念頭に置くステークホルダーの範囲に応じて、多様に定義され得る (Aguilera et al., 2015)。本コードの定義は、株主のみならず、顧客や従業員、地域社会といったステークホルダーも念頭に置いているという点で、コーポレート・ガバナンスを広義に定義しているといえる。

24) このようなコーポレート・ガバナンスは、企業の成長を重視する攻めのガバナンスと対比させて、守りのガバナンスと呼ばれる。

コードに関する事項について、コーポレート・ガバナンスに関する報告書²⁵⁾（以下、ガバナンス報告書）において記載することを上場会社に求めている。ただし、適用される各原則の範囲²⁶⁾に関しては、会社の規模・特性等を踏まえた一定の考慮がなされている²⁷⁾。

CG コードは、OECD（経済協力開発機構：Organization for Economic Co-operation and Development）²⁸⁾が策定した OECD コーポレート・ガバナンス原則（以下、OECD 原則）の趣旨を踏まえて策定されている。OECD 原則では、(1)株主の権利及び主要な持分機能、(2)株主の平等な取扱い、(3)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、(4)開示及び透明性、(5)取締役会の責任、といった項目について原則的な考え方が示されている²⁹⁾。CG コードでは、OECD 原則の趣旨を踏まえ、これら5つの項目を盛り込んだ上で、株主との対話について独立の章が設けられ、その重要性が強調されている。これは、CG コードと SS コードは車の両輪であるとの考え方を踏まえ、実行的なコーポレート・ガバナンスの実現に資するように、株主との対話に向けた会社の取り組みが期待されているためである（油布・渡邊・谷口・中野、2015a）。

こうした背景の下、CG コードは、具体的に、(1)株主の権利・平等性の確保、(2)株主以外のステークホルダーとの適切な協働、(3)適切な情報開示と透明性の確保、(4)取締役会等の責務、(5)株主との対話、という5つの基本原則から構成されている³⁰⁾。5つの基本原則に合わせて、第1章から第5章に分類され、その各章ごとに基本原則・原則・補充原則を記載するという三層構造となっている。基本原則は、コーポレート・ガバナンスの充実により実現すべき普遍的な理念・目標を示す基本と位置付けられている。これらの基本原則の下に、基本原則を構成要素ごとに整理し、その理念・目標を実現するための具体的な方策を示す原則が30、原則を補い、基本原則

25) 上場会社は、ガバナンス報告書を証券取引所に提出することが義務付けられている。ガバナンス報告書には、CG コードの各原則を実施しない理由を記載する欄が設けられている。また、報告した内容に変更が生じた場合には、遅滞なく変更後のガバナンス報告書を提出しなければならない。

26) 上場会社には、証券取引所の有価証券上場規程の一部としてコンプライ・オア・エクスプレインでの対応が義務付けられているため、CG コードの各原則を実施するか否かに関して裁量の余地はあるが、コンプライ・オア・エクスプレイン自体を拒否することはできない。この点は、その受入れをするか否かを機関投資家が自ら判断する SS コードとは異なる。

27) 2022年4月に東証の市場区画が再編される前は、本則市場（市場第一部および市場第二部）に上場する会社は全原則が適用されるのに対し、マザーズおよびJASDAQ に上場する会社は基本原則のみが適用されていた。また、その再編以降は、プライム市場とスタンダード市場に上場する会社は全原則が適用され、グロース市場に上場する会社は基本原則のみが適用されている。

28) OECD 原則は、「経済的な効率性、持続可能な成長及び金融の安定性を支える観点から、政策立案者がコーポレート・ガバナンスについての法律、規制及び制度の枠組みを評価し改善する助けとなるもの」（OECD, 2023）である。1999年に初めて公表されて以降、世界中の政策立案者・投資家・企業・その他の利害関係者にとって、コーポレート・ガバナンスの国際標準となっており、2004年、2015年および2023年に改訂が行われている。2015年の改訂では、OECD 単独による公表から、G20とOECDの共同での公表となり、名称は「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」（以下、G20/OECD 原則）となっている。

29) 2004年に改訂された OECD 原則は、これらの5つの項目と「有効なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保」という計6部から構成されている（OECD, 2004）。2015年の改訂では、(2)と(3)が「(2)株主の権利と公平な取扱い及び主要な持分機能」に一括りにされ、「(3)機関投資家、株式市場その他の仲介者」が新設されている（OECD, 2015）。

30) OECD 原則（2004年改訂版）における「(1)株主の権利及び主要な持分機能」と「(2)株主の平等な取扱い」は、CG コードでは「(1)株主の権利・平等性の確保」という一つの章にまとめられている。

則の理念・目標を実現するための具体的な方策を示す補充原則が³⁸、設けられ、合わせて73の原則が提示されている。

(2) 社外取締役

CGコードでは、様々な施策を上場会社に求めているが、その公表時に最も注目を集めた施策は、社外取締役の複数選任であった。³¹⁾日本企業の多くの取締役会³²⁾は歴史的に、社内出身の取締役が占めることが多かったが、こうした取締役会では、経営の執行と監督が分離されず、取締役会の監督機能が十分に発揮されないおそれが指摘されていた。そのため、2001年商法改正における社外取締役の導入以後、その義務化はたびたび検討されてきたが、経団連を中心とする経済界は法制化に反対し、会社法を通じた規制はなされていなかった。³²⁾

そうした中、CGコードの原則4-8では、複数の独立社外取締役の選任を求めている。ここで、複数名の選任を求めているのは、独立社外取締役が、1名ではなく2名以上いることによって、有益な意見が形成される可能性が高まると同時に、その意見が取締役会の意思決定に反映される可能性も高まると考えられるためである（油布・渡邊・谷口・中野，2015c）。また、独立社外取締役のさらなる選任へ向けた自主的な取り組みを促す観点から、原則4-8では、「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……そのための取り組み方針を開示すべき」（東京証券取引所，2015）とされ、3分の1以上の独立社外取締役比率が努力目標として示されている。³³⁾

(3) 買収防衛策

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策（いわゆる、買収防衛策）の導入や運用は、株主や投資家に大きな影響を与えるため、適切な対応が経営者に求められる一方で、ライブドア対ニッポン放送事件（2005年）やブルドックスソース事件（2007年）を契機に、買収防衛策を導入する日本企業は増えていた。そうした中、CGコードでは原則1-5において、買収防衛策は、経営者や取締役会の保身を目的とするものであってはならないことを明記するとともに、その導入・運用について、株主への受託者責任を全うするという観点からの適切な対応を求め、経営者による恣意的な買収防衛策の利用を牽制している。

31) このことは、2015年3月5日にコーポレートガバナンス・コード原案が策定・公表された際に、「金融庁と東京証券取引所は5日、社外取締役を2人以上置くことを柱にした企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）を正式決定した」（日本経済新聞，2015）と報じられたことから窺い知ることができる。

32) 2019年会社法改正で、上場会社等における社外取締役の選任の義務化は法制化された。

33) 独立社外取締役とは、証券取引所が定める独立性基準を満たし、会社から一定の独立性を有している社外取締役のことである。

34) 同原則は、2021年6月に改訂がなされ、プライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（その他の市場の上場会社においては2名以上）選任すべきとされ、期待される取締役会の独立性の水準が高められた。加えて、従前は3分の1以上とされていた努力目標は、プライム市場上場会社は過半数（その他の市場の上場会社においては3分の1）に引き上げられている（東京証券取引所，2021）。

2. 改訂（2018年6月）

（1）総論

2018年6月、フォローアップ会議で取りまとめられた意見を踏まえ、改訂が行われた。本改訂では、(1)経営環境の変化に対応した経営判断、(2)投資戦略・財務管理の方針、(3)CEOの選解任・取締役会の機能発揮等、(4)政策保有株式、(5)アセットオーナー、といった課題を中心に改訂がなされている（田原・渡邊・染谷・安井，2018）。その結果、基本原則の数は変わらない一方で、原則は31（＋1）、補充原則は42（＋4）となり、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則の総数は78となった（東京証券取引所，2018）。以下では、改訂された主な点について議論していく。

（2）資本コスト

多くの企業では、事業ポートフォリオの見直しといった環境変化に応じた果断な経営判断が行われているとは言い難く、その背景には経営者の資本コストに対する不十分な意識があると考えられている（田原・渡邊・染谷・安井，2018）。そこで本改訂では、原則5-2において、自社の資本コストを的確に把握することが明記された。加えて、資本コストを上回るリターン等を実現するための経営資源の配分等に関する説明の内容として、事業ポートフォリオ³⁵⁾の見直しや、設備投資、研究開発投資、人材投資等が含まれることが明記されるようになった。これらの点は、原則3-1で開示が求められる経営戦略や経営計画において反映されることが期待されている。

（3）任意の指名・報酬委員会

本改訂では、CEOの選解任・育成および経営陣の報酬設計に関して改訂がなされ、任意の指名・報酬委員会の活用が求められるようになった。CEOの選解任については、補充原則4-3②および③が新設され、CEOの選解任において、不透明な手続によることなく、客観性・適時性・透明性ある手続によることが求められるようになった。また、CEOの育成については、補充原則4-1③が改訂され、取締役会がCEO等の後継者の計画の策定・運用に主体的に関与し、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう適切に監督することが明記されるようになった。加えて、経営陣の報酬設計については、補充原則4-2①が改訂され、経営陣の報酬が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、取締役会の責任の下で、客観性・透明性ある手続に従い報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定することが明記されるようになった。

そして、こうしたCEOの選解任・育成および経営陣の報酬設計を実現する一つ的手段として、CEOを含む経営幹部や取締役の指名・報酬に関して、任意の指名委員会や報酬委員会など、独立した諮問委員会の活用が、補充原則4-10①³⁶⁾において明記された。従前の同補充原則において

35) 2021年6月の改訂では補充原則5-2①が新設され、経営戦略等の策定・公表にあたって、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すことが求められるようになった。

も、指名や報酬といった重要な事項に関して、任意の諮問委員会の活用が言及されていたが、本改訂では、「例えば」や「など」といった表現が削除され、指名委員会および報酬委員会の設置がより明確に求められるようになった。CEOを含む経営幹部や取締役の指名・報酬について、任意の指名委員会・報酬委員会を設置することで、CEOの一存に委ねるのではなく、独立性・客観性ある手続の確立を期待することができる（田原・渡邊・染谷・安井，2018）³⁷⁾。

（4）取締役会の多様性

日本の上場会社役員に占める女性の割合は低い水準にとどまっているが、取締役会がその機能を十分に発揮していくには、ジェンダー、さらには国際性の面を含む多様性を十分に確保していくことが重要であると考えられる（田原・渡邊・染谷・安井，2018）。そこで、本改訂では原則4-11において、多様性の次元としてジェンダーや国際性の面が含まれることが明記された。従前の同原則においても、多様性の確保については言及されていたものの、その具体的な次元は触れられていなかった³⁸⁾。

（5）政策保有株式

政策保有株式に関して、原則1-4が改訂され、補充原則1-4①および②が新設された。日本企業は歴史的に、政策保有株式を保有することが多かった³⁹⁾。これは、提携等を通じて事業上の利益につながると考えられるためである。一方で、こうした株式の保有は、資本効率の低下、株価変動リスクに伴う財務の不安定化に加え、株主総会における議決権行使を通じた監視機能の形骸化といった点が問題視されていた。従前の原則1-4では、個別の政策保有株式の基礎となる方針が広く開示されることにより、会社と市場との対話の基盤が確立されることを期待して、政策保有株式に関する方針の開示を求めていた（油布・渡邊・谷口・中野，2015b）。

本改訂では原則1-4において、政策保有に関する方針として具体的に、その縮減に関する方針・考え方等が明示されるようになった。これは、政策保有株式については、様々な議論がなされてはいるものの、取締役会において個別の政策保有株式の保有の適否を検証する中で、可能なものについては縮減すべきであると考えられるようになったためである（田原・渡邊・染谷・安井，2018）。また、政策保有株式の縮減が進展するように、補充原則1-4①および②では、会社と政

36) ただし、同補充原則は、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会社が対象とされている。

37) 同補充原則は、2021年6月にも改訂がなされ、プライム市場上場会社については、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきとしており、各委員会の独立性・客観性がより求められるようになっている（東京証券取引所，2021）。

38) 同原則は、2021年6月にも改訂がなされ、ジェンダーや国際性に加え、職歴および年齢が多様性の次元として明記されるようになった。

39) 政策保有株式とは主に、取引先との関係の維持・強化といった純投資以外の目的で保有する株式のことである。また、政策保有株式には、会社同士がお互いの株式を相互に持ち合う、いわゆる持合い株式のケースに限らず、一方の会社が他方の会社の株式を一方的に保有しているケースも含まれる。

策保有株主（その会社の株式を政策保有株式として保有している会社）との関係について言及され、政策保有株式を売却される会社が、政策保有株主に対して、取引の縮小を示唆する等を通じて、その売却を妨げるような対応をとるべきではないと明記されている。

3. 改訂（2021年6月）

（1）総論

2021年6月、フォローアップ会議で取りまとめられた意見を踏まえ、再び改訂が行われた。本改訂では、(1)取締役会の機能発揮、(2)企業の中核人材における多様性（ダイバーシティ）の確保、(3)サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）、といった課題を中心に改訂がなされた（島崎・池田・浜田・島貫・西原，2021）。その結果、基本原則と原則の数は変わらなかったものの、補充原則は47（+5）となり、コンプライ・オア・エクスプレインの対象となる原則の総数は83となっている（東京証券取引所，2021）。以下では、改訂された主な点について議論していく。

（2）取締役のスキル

本改訂では補充原則4-11①において、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化した、いわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組合せを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきことが明記された。これは、取締役会が、経営者の迅速・果断なリスクテイクを支え、重要な意思決定を行うとともに、実効性の高い監督を行うためには、取締役の知識・経験・能力、さらには就任年数等の適切な組合せが、取締役会には必要であると考えられるためである（島崎・池田・浜田・島貫・西原，2021）。加えて、同補充原則では、取締役のスキル等の中でも特に他社での経営経験に注目し、独立社外取締役に、他社での経営経験を有する者を含めるべきであることも明記されるようになった。

（3）中核人材における多様性

中核人材における多様性の確保に関する補充原則2-4①も新設された。そこでは、女性・外国人・中途採用者を多様性の要素の中でも、特に日本企業において対応が必要である課題として明記し、そうした人材の管理職への登用についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきであるとされた。管理職等の中核人材における多様性を求める本補充原則は、取締役会における多様性を求める原則4-11と併せて、上場会社に多様性の向上を求めるものとなっている。

（4）サステナビリティ

サステナビリティに関しては、補充原則2-3①が改訂され、補充原則3-1③が新設された。補充原則2-3①では、サステナビリティの課題として具体的に、気候変動等の地球環境問題へ

の配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理等が例示されるようになった。そして、取締役会は、こうした課題に対し、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題の一部であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、積極的に取り組むように検討を深めるべきとされている。また、補充原則3-1③では、上場会社は、サステナビリティについての取り組みを適切に開示すべきであり、特に、気候変動に関しては、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosure）⁴⁰⁾またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきであるとしている。

(5) 上場子会社

支配株主あるいはそれに準ずる主要株主のいる上場会社、いわゆる上場子会社に関して、基本原則4における考え方が改訂され、また、補充原則4-8③が新設された。上場子会社においては、支配株主等と一般株主との間に構造的な利益相反リスクが存在するため、従前より、原則4-3および原則4-7において、取締役会はそうした利益相反リスクを適切に管理すべきことが求められていた。本改訂では、基本原則4の考え方において、上場子会社等に、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備を求めている⁴¹⁾。具体的に、補充原則4-8③では、上場子会社には、支配株主等からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきとされている。

V. 2つのガイドライン

1. コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）

2016年6月に公表された「『日本再興戦略』改訂2016——第四次産業革命に向けて——」において、攻めの経営の促進に向けて新たに講ずべき具体的施策の一つとして、実効的なコーポレート・ガバナンス改革による企業価値の向上が掲げられたことを受け、⁴²⁾経済産業省は2016年7月から、法務省および金融庁からオブザーバとしての参加を得て、コーポレート・ガバナンス・シス

40) TCFD は、G20財務大臣および中央銀行総裁の意向を受け、金融安定理事会（FSB）によって設置された。TCFD は2017年6月に最終報告書を公表し、会社等の機関に対し、気候変動関連リスクおよび機会に関する項目を開示することを推奨している。2023年11月24日時点で、世界全体で4925機関（このうち1488が日本の機関であり、最も賛同数が多い国となっている）がTCFD への賛同を示しており（TCFD コンソーシアム、2024）、国際的に確立された開示の枠組みとなっている。

41) 同考え方において、支配株主は、会社および株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないとされており、支配株主となっている上場会社にも対応が求められている。

42) 具体的には、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策定が盛り込まれていた（経済産業省、2017）。

テム研究会（CGS 研究会）を立ち上げた。CGS 研究による検討の成果は2017年3月に「CGS 研究会報告書～実効的なガバナンス体制の構築・運用の手引～」として取りまとめられ、その内容を基本的に引用する形で、実務指針として CGS ガイドラインが策定・公表された。⁴³⁾

CGS ガイドラインは、2015年に策定された CG コードが提示する原則を各社が実践するにあたって考えるべき内容を、CG コードと整合性を保ちつつ示すことで、CG コードを補完するとともに、「稼ぐ力」を強化するために有意義と考えられる具体的な行動を取りまとめたものである（経済産業省、2017）。本ガイドラインは、CG コードとは異なり、その内容自体についてコンプライ・オア・エクスプレインを求めるものではない。プリンシプル・ベースであるという性質上、CG コードの本来の趣旨が実務家に十分に理解されにくい点に対処するための、CG コードと実務の行間を埋める、コーポレート・ガバナンスの実務に関する指針と位置付けられている。

CGS ガイドラインは、中長期的な企業価値を向上させる上で中心的な役割を果たすのは経営者であるという基本的な考え方を出発点に、より具体的な考え方として、(1)経営者が中長期的な企業価値の向上を目指して経営を行うためには、経営判断の軸となる戦略が必要であり、その立案にあたっては、社外の視点を取り込んで取締役会で検討することが有益である、(2)優れた経営者を選び、適切なインセンティブを与えることで、適切なリスクテイクを促し、その成果を検証していく仕組みを作ることは全ての会社において必須であり、この仕組みの中心は取締役会である、という考え方を提示している（安永・松村・岩脇、2017）。これらの考え方を踏まえて、本ガイドラインでは、(1)取締役会の在り方、(2)社外取締役の活用の在り方、(3)経営陣の指名・報酬の在り方、(4)経営陣のリーダーシップ強化の在り方、という4つのテーマを取り上げ、それぞれについて提言を行っている。これら4つのテーマからなる構成は維持されつつも、2018年9月と2022年7月に改訂がなされている（経済産業省、2018; 2022）。

2. 投資家と企業の対話ガイドライン（対話ガイドライン）

2018年3月、フォローアップ会議が「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について」という提言を公表した。そこでは、コーポレート・ガバナンス改革をより実質的なものへと深化させていくための CG コードの改訂に加え、SS コードおよび CG コードの実効的なコンプライ・オア・エクスプレインを促すために、機関投資家と企業の対話において重点的に議論することが期待される事項をとりまとめた対話ガイドラインの策定が提言された。これを受け、パブリックコメント手続がなされ、2018年6月に改訂版 CG コードと合わせて、対話ガイドラインが公表された。そこでは、「機関投資家と企業との間で……建設的な対話が行われることを通じ、企業が、自社の経営理念に基づき、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現し、ひいては経済全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与すること」

43) 経済産業省は、CGS ガイドライン、2022年7月の CGS ガイドライン改訂時に別冊として独立の指針に位置付けられた「指名委員会・報酬委員会及び後継者計画の活用に関する指針（CGS ガイドライン別冊）」の他にも、各種研究会における報告書等に基づき、CG コードを実践するための実務指針として様々な指針（ガイドライン）を策定している（経済産業省、2024）。

(金融庁, 2018) が期待されている。

対話ガイドラインは、SS コードと CG コードの付属文書として位置付けられるもので、機関投資家と企業が重点的に対話することが期待される事項を取りまとめることで、SS コードや CG コードの実効的なコンプライ・オア・エクスプレインを促すことを企図している。そのため、CGS ガイドラインと同様に、対話ガイドラインは、その内容自体についてコンプライ・オア・エクスプレインおよびガバナンス報告書での開示が求められるわけではない。

対話ガイドラインは、(1)経営環境の変化に対応した経営判断、(2)投資戦略・財務管理の方針、(3)CEO の選解任・取締役会の機能発揮等、(4)政策保有株式、(5)アセットオーナーという大きく 5 つの項目に分けられ、それぞれに複数の具体的な事項が示されている (金融庁, 2018)。CG コードの改訂と合わせて、2021 年 6 月に公表された対話ガイドラインの改訂版では、(4)と(5)を「ガバナンス上の個別課題」と一括りにまとめ、4 つの項目から構成されるようになっている (金融庁, 2021)。

VI. おわりに

本稿では、SS コードと CG コードという 2 つのコードを通じた規制に注目し、アベノミクスにおけるコーポレート・ガバナンス改革の潮流を整理した。そこでは、日本のコーポレート・ガバナンスをめぐる様々な課題が指摘されていることが明らかにされた。具体的に、SS コードでは、機関投資家に、(1)目的を持った対話、(2)議決権行使結果の開示、(3)サステナビリティ、(4)議決権行使助言会社、をめぐる課題に取り組むように求め、CG コードでは、上場会社に、(1)社外取締役、(2)買収防衛策、(3)資本コスト、(4)任意の指名・報酬委員会、(5)取締役会の多様性、(6)政策保有株式、(7)取締役のスキル、(8)中核人材における多様性、(9)サステナビリティ、⁴⁴⁾(10)上場子会社、をめぐる課題に取り組むように求めている。

日本のコーポレート・ガバナンス研究では今後、これらの課題に取り組むことが期待される。SS コードや CG コードは、機関投資家や会社に取り組みが求められる課題を提示しているのであり、現時点において、全ての機関投資家や会社がそれらの課題に十分に取り組むことができているわけではないし、コンプライ・アンド・エクスプレインというコードの性質を踏まえれば、全ての機関投資家や会社がこれらの課題に取り組むとも限らない。また、SS コードや CG コードは、機関投資家や会社に対して、あるべき姿を提示しているものの、その結果として、機関投資家や会社に具体的に何がもたらされるかについて必ずしも明確に示されているわけではない。したがって、今後の研究では、どのような機関投資家や会社がこれらの課題に取り組むのかといった原因の検証の加え、その取り組みが機関投資家や会社にどのような影響を与えたかといっ

44) 無論、2 つのコードを通じた規制において取り組みが求められている課題は、ここで指摘されているものに限定されているわけではない。また、SS コードと CG コードが車の両輪として機能することが期待されていることを踏まえれば、SS コードで示された課題と CG コードで示された課題は互いに有機的につながっているといえる。

た結果の検証も期待される。

ここで、社外取締役を一例に、今後のあり得る研究について考える。日本において社外取締役の選任は、2001年商法改正において導入されて以降、実務的にも学術的にも多くの関心を集めてきたコーポレート・ガバナンス上の重要な課題である。しかしながら、その研究の多くは2010年代以前を分析対象に行ったものであり（例外として、宮島・齋藤, 2020）、アベノミクスにおけるコーポレート・ガバナンス改革において、日本企業による社外取締役の選任が進展した原因に対する理解が十分であるとは言い難い。また、社外取締役が日本企業に与えた影響に関する研究も近年になり蓄積されつつあるものの（Miyajima et al., 2018; Morikawa, 2020）、社外取締役の効果は多面的に検討するべきであることを踏まえれば、さらなる研究の蓄積が期待される。⁴⁵⁾

また、社外取締役に関しては、2022年にはプライム市場上場会社の92.1%が3分の1以上の独立社外取締役を選任するといったように（東京証券取引所, 2023）、会社の取り組みに一定の進捗が見られる一方で、全ての課題において、こうした進捗が観察されるわけではない。例えば、サステナビリティといった課題は、最近になってSSコード（2020年）やCGコード（2021年）で改訂がなされ、その課題に対する注目が高まったこともあり、機関投資家や会社の取り組みが現時点では十分であるとは言い難く、また、それに伴い、体系的な研究が限られているというのが現状である。今後さらなる取り組みが期待される、こうした課題に関する研究も蓄積されることが望まれる。

謝辞

本研究はJSPS 科研費20K13557の助成を受けたものである。

参 考 文 献

- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015): "Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle." *Academy of Management Annals*, 9 (1), 483-573.
- Bergh, D. D., Aguinis, H., Heavey, C., Ketchen, D. J., Boyd, B. K., Su, P., ... & Joo, H. (2016): "Using meta-analytic structural equation modeling to advance strategic management research: Guidelines and an empirical illustration via the strategic leadership-performance relationship." *Strategic Management Journal*, 37 (3), 477-497.
- Cuomo, F., Mallin, C., & Zattoni, A. (2016): "Corporate governance codes: A review and research agenda." *Corporate Governance: An International Review*, 24 (3), 222-241.

45) 既存研究において、社外取締役が会社のパフォーマンスに与える影響に関して統一された見解は得られていない（Bergh et al., 2016; Dalton et al., 1998）。この理由には少なくとも2つの可能性が考えられる。一つは、社外取締役の存在が、パフォーマンスにマイナスの行動を抑制するだけでなく、プラスの行動までも抑制している可能性である。例えば、Granova et al. (2017) は、独立した社外取締役から構成される取締役会による客観的な監督は、経営者がリスクの高いM&Aに取り組む意欲を挫くことになるため、企業価値を破壊するM&Aを防ぐと同時に、企業価値を著しく高めるM&Aも抑制してしまうことを明らかにしている。もう一つは、あらゆる企業、あらゆる環境において社外取締役が効果的に機能するわけではなく、特定の条件を満たす企業あるいは環境においてのみ有効である可能性である。例えば、Zattoni et al. (2017) は、社外取締役が企業パフォーマンスに与える影響は、企業を取り巻く各国の制度環境に依存して異なることを明らかにしている。

- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998): "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance." *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290.
- Goranova, M. L., Priem, R. L., Ndofo, H. A., & Trahms, C. A. (2017): "Is there a "dark side" to monitoring? Board and shareholder monitoring effects on M&A performance extremeness." *Strategic Management Journal*, 38(11), 2285-2297.
- Haxhi, I. & Aguilera, R. V. (2014): "Corporate governance through codes." In C. Cooper (Ed.), *Wiley Encyclopedia of Management, 3rd Edition, Volume 6, International Management*. Oxford: Wiley-Blackwell, 1-3.
- Miyajima, H., Ogawa, R., & Saito, T. (2018): "Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan." *Journal of the Japanese and International Economies*, 47, 17-31.
- Morikawa, M. (2020): "Effects of outside directors on firms' investments and performance: Evidence from a quasi-natural experiment in Japan." *Journal of the Japanese and International Economies*, 56, 101074.
- OECD (2004): "OECD Principles of Corporate Governance, Revised version." OECD Publishing, Paris.
- OECD (2015): "G20/OECD Principles of Corporate Governance." OECD Publishing, Paris.
- OECD (2023): "G20/OECD Principles of Corporate Governance." OECD Publishing, Paris.
- Zattoni, A., Witt, M. A., Judge, W. Q., Talaulicar, T., Chen, J. J., Lewellyn, K., ... & van Ees, H. (2017): "Does board independence influence financial performance in IPO firms? The moderating role of the national business system." *Journal of World Business*, 52(5), 628-639.
- 井上俊剛・島貫まどか・山田裕章・西原彰美「スチュワードシップ・コードの再改訂の解説」『商事法務』第2228巻（2020年），pp. 14-29.
- 内田大輔「【経営を読み解くキーワード】コーポレートガバナンス・コード」『一橋ビジネスレビュー』第64巻第3号（2016年），pp. 104-105.
- 笠原基和「『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>の概要」『商事法務』第2029巻（2014年），pp. 59-71.
- 金融庁「『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～」2014年2月26日.
- 金融庁「『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～」(改訂版) 2017年5月29日.
- 金融庁「『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～」(再改訂版) 2020年3月24日.
- 金融庁「『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～」の受入れを表明した機関投資家のリスト」2023年12月31日.
- 金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」2018年6月1日.
- 金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」(改訂版) 2021年6月11日.
- 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」2017年3月31日.
- 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」(改訂版) 2018年9月28日.
- 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」(再改訂版) 2022年7月19日.
- 経済産業省「コーポレートガバナンスに関する各種ガイドラインについて」(https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/corporategovernance/guideline.html), アクセス日: 2024年2月29日.
- 島崎征夫・池田直隆・浜田宰・島貫まどか・西原彰美「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂の解説」『商事法務』第2266巻（2021年），pp. 4-22.
- 竹中治堅「コーポレート・ガバナンス改革——会社法改正とコーポレート・ガバナンス・コードの導入」竹中治堅編『二つの政権交代』勁草書房（2017年），pp. 85-110.
- 田原泰雅・染谷浩史・安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」『商事法務』第2138巻（2017年），pp. 15-25.
- 田原泰雅・渡邊浩司・染谷浩史・安井桂大「コーポレートガバナンス・コードの改訂と『投資家と企業の対話ガイドライン』の解説」『商事法務』第2171巻（2018年），pp. 4-20.
- TCFD コンソーシアム「TCFD とは——TCFD 賛同企業・機関」(<https://tcf-consortium.jp/about>), アクセス日: 2024年2月29日.

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～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～」2015年6月1日.

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～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～」(改訂版)2018年6月1日.

東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～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～」(再改訂版)2021年6月11日.

東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2023」2023年3月.

日本経済新聞「社外取締役は複数決定－東証など企業統治新ルール」2015年3月5日, 夕刊, p. 3.

日本経済新聞「きょうのことは 企業統治——経営陣を監視, 株主の声反映」2016年4月8日, 朝刊, p. 3.

宮島英昭・齋藤卓爾「第3回 コーポレートガバナンス・コードは何をもたらしたか——取締役会改革とその帰結」『旬刊商事法務』第2227巻(2020年), pp. 45-53.

安永崇伸・松村謙太郎・岩脇潤「『コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針』(CGSガイドライン)の解説(上)」『商事法務』第2131巻(2017年), pp. 16-26.

油布志行・渡邊浩司・谷口達哉・中野常道「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔Ⅰ〕」『商事法務』第2062巻(2015a), pp. 47-55.

油布志行・渡邊浩司・谷口達哉・中野常道「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔Ⅱ〕」『商事法務』第2063巻(2015b), pp. 51-57.

油布志行・渡邊浩司・谷口達哉・中野常道「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔Ⅳ・完〕」『商事法務』第2065巻(2015c), pp. 46-56.