

# コーポレートガバナンス

## OECD原則と日本コード

金融庁参事官 神田 真人  
(OECD企業統治委員会副議長)

去るG20アンタルヤサミットにおいて、G20/OECD\*1コーポレート・ガバナンス改訂原則(以下、OECD原則)が承認された\*2。これは、コーポレート・ガバナンス(企業統治。以下、CG)にかかる世界標準を成すものであり、FSB(金融安定理事会)\*3や世銀\*4においても、CGの基準として活用されている。

他方、我が国は、CG改革をアベノミクス(成長戦略)第三の矢の中核に据え、株主やステークホルダーに対する責任を担う企業の行動原則であるコーポレートガバナンスコード(以下CGコード)と、資金の最終的な出し手に対する責任を担う機関投資家の行動原則であるスチュワードシップコード(以下Sコード)を車の両輪(併せて、日本コード)として推進してきたところである。実際、海外のビジネスやメディアとの接触におい

ても、成長戦略の中で、最も注目され評価されているイニシアティブと認識されている感がある。

小生の今の職責の中心は金融規制であり、内外の関係者との議論もG20、FSB(金融安定理事会)、Basel委員会、FATF等における金融規制にかかるものが多いのは当然だが、東芝問題もあって、このCGの状況が質されることが少なくない。特に、海外の当局、民間、メディアからは、Sコードへの期待と本邦企業の実際の投資行動の変化への関心に加え、特に、日本企業風土懐疑派の方々から、日本コードの水準を図る物差しとして、OECD原則との関係がよく聞かれる。そこで、OECD原則の改訂内容と、日本コードとの関係を中心に簡潔に紹介することとしたい。なお、現在、日本コードのフォローアップの試みが進行中であるので、政策提言は別稿に譲り、また、本稿の意見にわた

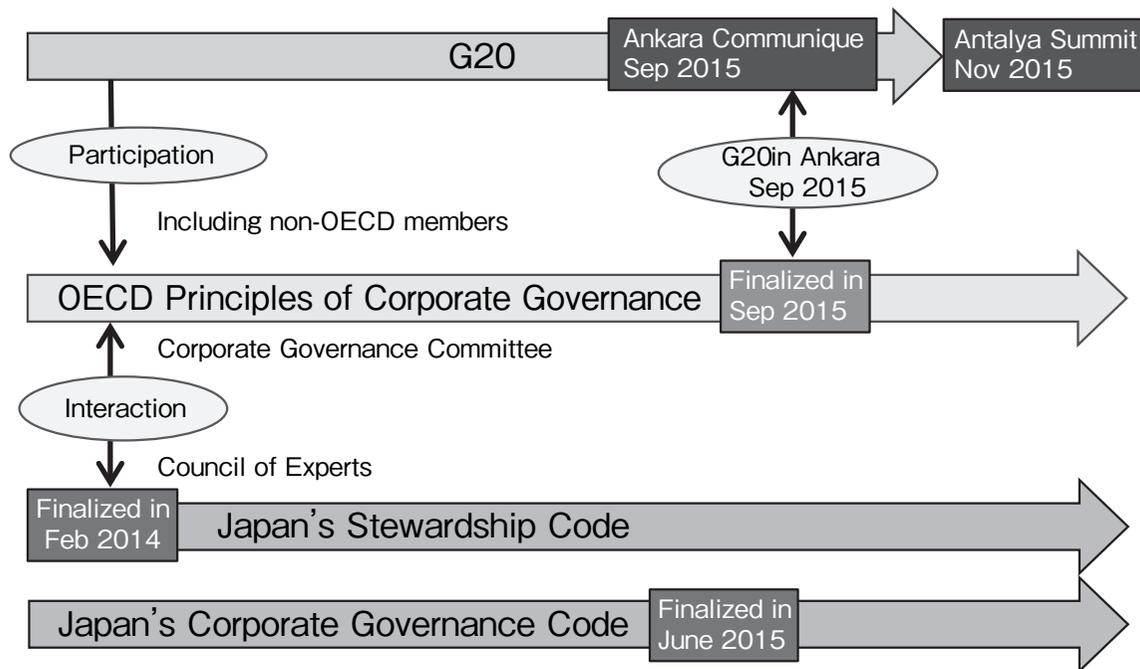
\*1) 経済協力開発機構。もともとマーシャルプランを契機としたOEEC(欧州経済協力機構)が前身であることもあって、今も加盟国34カ国中、EU加盟国が21カ国と欧州中心であるが故のバイアスがありうるし、先進国全体の世界に占めるプレゼンスが新興国の発展で急減するとともに、加盟国間の多様性も高まり、レレバンスが低下しているにもかかわらず、仕事を自律的に再生産していると見えることもあった。とりわけ、DACやECGで一部欧州に有利なパラダイムが幅を利かせる不公平や議論がなかなか纏まらない非効率に不満を感じることもあった。しかし、最近のDACの開発資金定義はかなりフェアなものに改善されたし、何よりも、租税委員会によるBEPS(税源侵食と利益移転)や、本稿の主題であるCGでの目覚ましい世界への貢献を見て、ポジティブにOECDを再評価している次第である。

\*2) "To help ensure a strong corporate governance framework that will support private investment, we endorse the G20/OECD Principles of Corporate Governance." G20 Leaders' Communique, Antalya Summit para10

\*3) FSBによる「健全な金融システムのための12の重要な基準」の一つ

\*4) 世界銀行が行う国際基準の遵守状況に関する報告(ROSC)におけるCGに係る基準

図表1 Synchronized Processes



る部分は筆者の私見にすぎないことをお断りしておく。

## 1. OECD原則と日本コード策定の経緯（図表1）

(1) OECD原則は1999年にOECD閣僚理事会で採択され、政策立案担当者、投資者、企業、ステークホルダーのための国際的ベンチマークとして機能してきたが、エンロン等の企業会計不正の多発を受けて、2004年に改訂された。更に、世界金融危機の教訓やOECDによる各国の制度・運用状況に関するレビュー（ピア・レビュー）の結果を踏まえ、この度、11年ぶりに改訂され、G20首脳に承認された。

この改訂プロセスはOECDのCG委員会を中心に進められたが、岡村金融庁参

事官（当時）が委員会メンバーとして積極的に関与し、我が国に有益かつ実施可能なものとなるよう、日本の経験と実態をインプットした\*5。

(2) 日本コードについては、Sコードが2014年2月に策定され、CGコードは2015年6月に適用開始された。CGコード策定のプロセスでOECD原則を参考にしたのみならず、策定のための有識者会議に、OECDのCG責任者であるイサクソン企業課長をアドバイザーとして招致し、OECD原則との整合性を確保している。CGコードの策定に関する有識者会議によるCGコード原案序文においても、『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 CG原則』を踏まえるものとする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

\*5) 今年4月に東京で開催されたシンポジウムにおいて、アンヘル・グリアOECD事務総長は“Japan has also played an important and very constructive role in the ongoing review of the OECD Principles of Corporate Governance.”と述べている。

を行ってきており、本コード（原案）の内容は同原則の趣旨を踏まえたものとなっている」と記されている。

- (3) 上記の経緯からも、日本コードは世界標準であるOECD原則と整合的であり、高い水準のものとして評価できる\*6。他方、日本コードには日本の特性にあわせた日本独自の工夫も導入されており、これは後述する。

## 2. OECD原則の概要

### (1) 今回改訂の主なポイント

- ①機関投資家の運用資産の増加や資本市場構造の複雑化に鑑み、機関投資家による議決権行使の実績の開示や、議決権行使助言会社などによる利益相反の管理を明記。
- ②金融危機の教訓を踏まえ、リスク管理にかかる取締役会の役割を拡充すると共に、役員報酬の決定に対する株主関与を強化。
- ③近年の動向を踏まえ、クロスボーダー上場企業に対する規制、非財務情報の開示、関連当事者間取引の適切な管理等の新たな論点を追加。

### (2) OECD原則の主な内容（各章別）

#### ①有効なCGの枠組みの基礎の確保

○この章では、透明で公正な市場と、効率的な資源配分を促進する上でのCG枠組みの役割を強調すると共に、CGの慣行や当局間の責任分担に影響を及ぼす様々な要素の質と整合性に焦点。今次改定で、監督と執行の質を強調すると共に、良きCGを支える上での株式市場の役割を追加。

- 1) CG枠組みは、透明で公正な市場と資源の効率的な配分を促進すべき。
- 2) 監督・規制・執行当局は、独立性が確保され、職務を果たし権限を行使できる能力をもつべき（証券監督機関の政治的独立性の確保等）。

3) 株式市場は、有効なCGを促す観点から規制されるべき。

4) CGの枠組みにおける法律・規制は、規範(soft law)によって補完されうる。

#### ②株主の権利と平等な取扱い及び主要な持分機能

○この章では、株主の基本的権利を確認すると共に、異なる種類の議決権といった会社の支配構造に関する開示にも言及。今次改訂で、株主総会におけるIT技術の活用、関連当事者間取引の承認手続き、役員報酬決定に関する株主関与等を追加。

- 1) 株主の基本的な権利（会社情報へのアクセスや株主総会における議決権行使等）を保護し、その行使を促進すべき。
- 2) 株式持ち合い等により、会社の方針決定に対する非支配株主の影響力が低下する可能性を考慮し、資本構造と支配の取り決めを開示すべき。
- 3) 株主総会への参加に対する障害を除去する情報技術（電子的な議決権の不在者行使等）の活用や、役員報酬の決定に対する株主の関与を強化すべき。
- 4) 関連当事者間取引は、利益相反を適切に管理し、会社及び株主の利益を保護するような形で承認・実行すべき。

#### ③機関投資家、株式市場及びその他の仲介機能

○この章では、今次改訂で追加されたもの。機関投資家に焦点を合わせつつ、投資連鎖全体における健全な投資インセンティブの必要性を指摘すると共に、議決権行使助言会社、アナリスト、仲介業者、格付会社といった投資家の意思決定に係る分析・助言を提供する者のインテグリティを損なう恐れのある利益相反を開示し、最小化することの必要性も強調。国境を跨ぐ上場や、株式市場における公正かつ効率的な価格発見機能の重要性も指摘。

\*6) 上記注5のシンポジウムにおいて、アンヘル・グリアOECD事務総長は“I am particularly pleased to note that Japan has modelled its Corporate Governance Code on the OECD Principles of Corporate Governance, showing how the OECD and Japan work towards shared objectives.”と述べている。

- 1) 投資連鎖を通じた健全な経済インセンティブを与えることで、株式市場の適切なガバナンスを促すべき。
- 2) 受託者としての機能を果たす機関投資家は、議決権行使実績を含めCGの方針や議決権行使方針を開示すべき。
- 3) 投資家の意思決定にとって有効な分析・助言を提供する機関等がそのインテグリティを損なわないよう、利益相反の開示・最小化が図られるべき。
- 4) 株式市場は、実効的なCGを促す手段として、公正かつ効率的な価格形成機能を提供すべき。
- 5) 設立国以外で上場する会社は、適用されるCGの法律を明確に開示すべきであり、重複上場の場合、主市場の上場要件に関する基準は透明性があり文書化されるべき。

#### ④CGにおけるステークホルダーの役割

○この章では、会社とステークホルダーの積極的な協力を促進すると共に、ステークホルダーの権利を認識する重要性を強調すると共に、ステークホルダーによる情報への適時かつ定期的なアクセスと、彼らの権利が侵害された場合に救済を得る権利を支持。

- 1) 法律または相互の合意により確立されたステークホルダーの権利を認識し、会社とステークホルダーの積極的な協力関係を促進すべき。
- 2) ステークホルダーが責務を果たすために必要な情報に、適時かつ定期的にアクセス可能であるべき。

#### ⑤開示及び透明性

○この章では、会社の主要な開示事項を確認。今次改訂で、非財務情報についての言及を追加。

- 1) 企業の財務及び経営成績、企業目標、非財務情報、取締役会及び経営陣の報酬、関連当事者間取引等の重要事項は開示されるべき。
- 2) 各国の最近の傾向として、非財務情報（人権に関する方針、政治的目的の寄付金等）

の開示を推奨。

#### ⑥取締役会の責任

○この章では、取締役会の主要な機能に関するガイドランスを提供。今次改訂で、リスク管理、税務計画、内部監査における取締役会の役割を追加すると共に、新たに、取締役会メンバーの訓練や評価の推奨や、報酬、監査、リスク管理等に関する特別委員会の設置も推奨。

- 1) 取締役会の基本的な機能は、会社の経営戦略、主要な行動計画、リスク管理方針の策定、業績目標の設定等。
- 2) 取締役会における意見の多様化を図るため、取締役会によるメンバーの適格性評価を実施すべき。
- 3) 取締役会における新たな役割として、リスク管理・報酬に係る監査機能強化のための特別委員会の設置、リスク管理に係る報告体制の強化、税務計画の監督を推奨。

## 3. 日本コードの概要

既に様々なところで紹介されているので、本稿ではごく簡単な概要にとどめる。

### (1) CGコードの概要

#### ①株主の権利・平等性

・上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべき。

#### ②株主以外のステークホルダー

・上場会社は、企業の持続的成長は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステークホルダーの貢献の結果であることを認識し、適切な協働に努めるべき。

#### ③情報開示

・上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うとともに、利用者にとって有用性の高い情報を的確に提供すべき。

#### ④取締役会等

・取締役会は、会社の持続的成長を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、以下の役割・責務を果たすべき。

- 1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと

- 2) 経営陣の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、実効性の高い監督を行うこと

#### ⑤株主との対話

- ・上場会社は、持続的な成長に資するとの観点から、株主と建設的な対話を行うべき。

## (2) S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基本方針を策定し、これを公表すべき。
- ②機関投資家は、利益相反を適切に管理すべき。
- ③機関投資家は、投資先企業の状況を的確に把握すべき。
- ④機関投資家は、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機関投資家は、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機関投資家は、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべき。
- ⑦機関投資家は、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ための実力を備えるべき。

## 4. OECD原則と日本コードの関係（図表2）

- (1) OECD原則には法的拘束力はなく、各国がCG枠組みを展開する際に政策立案担当者や市場参加者に対し、頑健かつ柔軟なレファレンスを提供するものである。また、日本コードも、一律的に義務を課すのではなく、コンプライ・オア・エクスプレイン\*7の手法を採用している\*8。そして、双方とも、各国や各企業の固有の環境に応じて工夫で

きるよう、ルールベース・アプローチ（細則主義）ではなく、プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）\*9を取る点が重要な共通点である。

- (2) OECD原則と日本のCGコードは、①株主の権利・平等性、②ステークホルダーの役割、③情報開示と透明性、④取締役会の責務という4大原則を共有している。また、改訂OECD原則で追加された「機関投資家、株式市場及びその他の仲介機能」には、基本的に日本のSコードが対応している。従って、両者は極めて整合的である。

- (3) 他方、日本コード独自の主な特徴として、下記が挙げられる。

#### ①成長重視

OECD原則は、その目標として、経済効率、持続的な成長、金融の安定の促進を掲げており、成長の観点も有する。しかし、日本のCGコードの目標は、持続的な成長と企業価値の向上と、より直截に成長に焦点を当てた形で明記されており、成長戦略の一環として、健全な企業家精神の発揮に資する「攻めのガバナンス」を確保するインストルメントとしての位置づけが強いといえる\*10。これは、我が国企業文化において、長期に渡るデフレが齎した過度なリスクアバースが浸透する中、リスクテイクのインセンティブとなるインフレ期待醸成と相まって、健全な投資行動を促すという、我が国の事情も背景にあると考えられる。

#### ②株主、機関投資家との対話

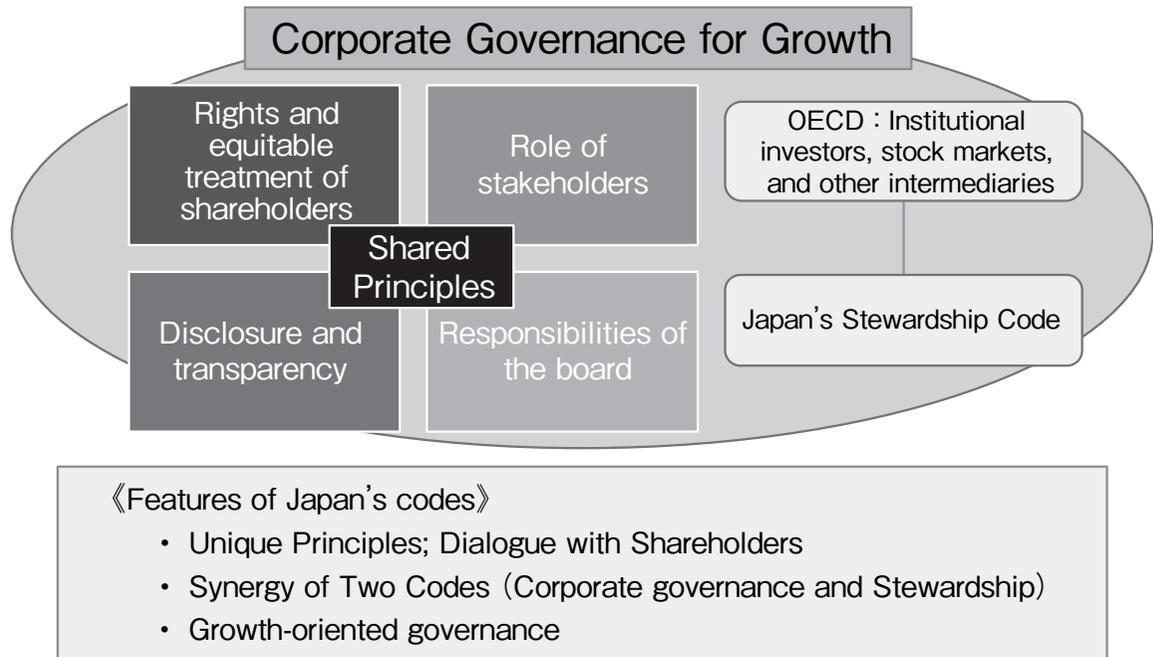
OECD原則でも、株主と経営陣との直接の対話は、議決権行使以外で屢、活用される株主関与の方法とされている。他方、日本のCGコードでは、上場会社は株主と建設的な対話を行うべきとまで

\*7) 法令のように一律の義務を課すのではなく、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、求める手法。

\*8) 機関投資家がSコードを受け入れるかは任意であるが、金融庁でコードの受け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、受入れを促している。

\*9) 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判断

図表2 Relationship between Japan's Codes and OECD Principles



明記し、そのための体制整備や取組みに言及し、Sコードでも、機関投資家は企業との建設的な対話を通じ、中長期的な観点から企業の持続的成長を促すべきと明記し、その基本方針を策定して公表することを求めている。

特に、機関投資家と企業の建設的な対話は、OECD原則には見られない我が国固有の特徴であり、海外も最も注目する点のひとつである。小生も海外のシンポジウムでプレゼンター、パネリストをつとめた際、司会のジョン・プレnder氏<sup>\*11</sup>を含め、Sコードにより、機関投資家の行動が本邦企業の内部留保や投資にかかる決定に影響を及ぼしているか質問を受けた。各国とも、市場参加者の視座の時間軸が短期化する中、いかに、イノベーションを育てるペイシャント・マネーを確保

するか悩んでいるところ、我が国が、中長期保有の株主が、会社にとって重要なパートナーになり得る存在であるという認識に立ち、両者の建設的な対話を充実させることを求めたことは世界の関心を集めている。

### ③CGコードとSコードのシナジー（図表3）

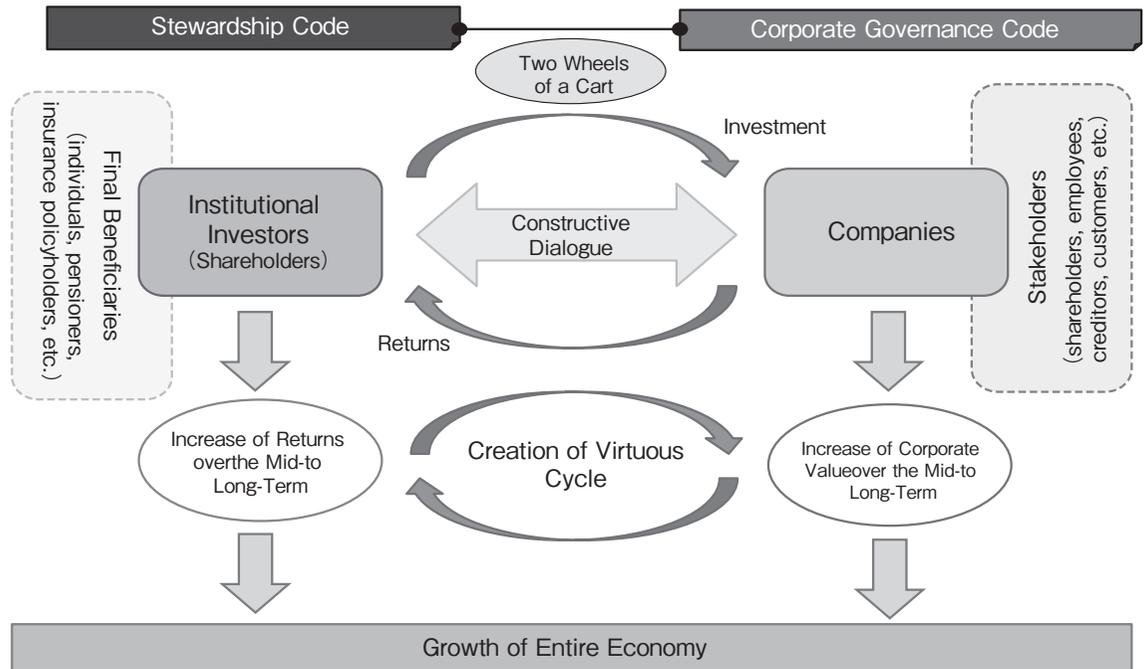
両コードが車の両輪として経済全体の好循環を齎すダイナミックなメカニズムを構成する点も我が国の工夫である。

CGコードのもと、上場企業は、株主、従業員、債権者、顧客を含む様々なステークホルダーに対してアカウンタブルに中長期的な企業価値の向上を促進され、Sコードのもと、機関投資家は、個人、年金受給者、保険契約者を含む資金の最終的な出し手に対してアカウンタブルに、中長期のリター

\* 10) CGコード原案序文では、「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」と述べられている。

\* 11) フィナンシャルタイムズの34年にわたるコラムニスト兼シニア編集委員で、BBC等でも活躍する金融論壇の権威。夕食を共にした時も、日本経済の復興の可能性とリスク、特に日本が最も躊躇していたのについて動き出したCG改革に強い関心を寄せていた。

図表3 Japan's Stewardship Code and Corporate Governance Code



ンの向上を促進される。そして、企業に投資する機関投資家と、機関投資家にリターンを還元する企業の建設的な対話が促進され、機関投資家投資の中長期リターン向上と、企業価値の中長期的な向上の間で好循環が実現され、もって、経済全体が成長することを期待しているわけである。

#### ④政策保有株式

日本のCGコードは、政策保有に関する経済合理性の説明や議決権行使基準の策定・開示に言及するなど、政策保有株式にかかる記載を充実している。

#### ⑤独立社外取締役

日本のCGコードでは、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きく高まるとの観点から、少なくとも2名以上と、具体的な基準を設定している。

#### ⑥留意点

上記の点、特に、株主との（株主総会を超えた）対話は、日本独自の試みとして評価されるべきものである。他方、取締役構成等については、国や企業の多様性から、OECD原則では敢えて基準の

具体化を避け、ベストプラクティスの提示等にとどめている場合があり、他国と比べ、進展しているとは一概にいえぬ。例えば、指名委員会等設置、その独立社外取締役による議長や、過半数以上の維持、株主総会の電子投票等を法的に義務化している国は途上国でも少なくなく、また、取締役会の外部評価の導入も増えてきている。こういった面では我が国はフロンティアではないが、その方向の是非に議論があることも事実である。

## 5. CGの更なる展開

### (1) OECD原則

#### ①普及の促進

OECD原則のメンバー国における実施の深化を促進すると共に、非メンバー国（パートナー国）に実施を普及させる活動を強化しており、今秋も、ロシア、タイにおいて、CGラウンドテーブル（RT）が開催された。来年、韓国、ラオス等、アジアでのRTの展開が継続するとともに、ラ米でも開催が予定されている。小生もタイでのRTにパネリストとして参加したが、25カ国から政府高官、民間代

表、学者が参加し、OECD原則のアジアにおける実施の成果とチャレンジについて活発に議論と情報共有が行われた。特に、家族支配企業、機関投資家、実質株主等が論点となり、独立取締役の効果向上、家族支配企業の社長交替期のリスク等が焦点となった。

OECD原則の普及については、他にも、東南アジアイニシアティブ、アジアやラ米での中小企業ガバナンスネットワーク、中国やインド等とのCGプログラム、尼等とのCG政策対話等々、様々な取り組みが継続されており、今後は、更にテーマ別国別レビュー等の計画も検討されている。

また、改訂されたOECD原則については、英語版のほか仏語版及びトルコ語版が既に公表されているが、日本語、独語、西語、アラビア語、韓国語、中国語、ベトナム語などへの翻訳作業も鋭意進められている。

## ②実施評価方法

OECD原則の各国における実施状況を評価するための方法 (Methodology) が2006年に策定・公表されているが、同文書を今次改訂に併せて見直す作業が進行中である。

## ③テーマ別ピアレビュー

既に、取締役会におけるインセンティブとリスク管理、CG促進における機関投資家の役割、関連当事者間取引と少数株主権、取締役の指名と選任、CGの監視と執行、リスク管理とCGが分析され、今後も重要なテーマについてのピアレビューが継続される予定である。

## ④事例集

各国におけるコーポレートガバナンスの枠組み

を調査し取り纏めたファクトブックを公表したが、適宜、これを更新していく方向である。

## (2) 日本コード

金融庁の金融行政方針 (27年9月8日公表) は、経済の持続的成長に資する、より良い資金の流れを実現すべく、企業統治改革を形式<sup>\*12</sup>から実質の充実へ向上する施策を掲げ、日本コードのフォローアップ会議を設置して、有識者の議論・提言や、ベスト・プラクティスを情報発信しながら、CGの更なる充実を促すこととしている<sup>\*13</sup>。

このフォローアップ会議は既に複数の議論をこなし、高いコンプライ率を認識しつつも、コンプライを所与としてエクスプレインを躊躇する傾向がみられ、形だけのコンプライよりも、積極的なエクスプレインの方が評価に値するケースも少なくなく、エクスプレインの方法への工夫が求められるといった興味深い見解も出てきている。小生も、形だけ装うのではなく、本当にコードよりもいいやり方があるなら、堂々と説明すべきであり、そういった多様な対応から、コード自体も進化していく可能性もあるのではないかと思考している。

今後、フォローアップ会議では、引き続き、ガバナンス体制の強化が実質を伴ったものとなっているか、また、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語りで進んでいるか、といった観点から議論されることとされている。

まさに、我々は建設的プロセスのスタート時点に立っているのである。

\*12) 形式面での実施の進捗は顕著であり、例えば、CGコードにつき、① 東証第一部・第二部68社中、6割を超える41社が全原則をコンプライし、残りの27社は一部原則をエクスプレイン (27年8月末現在)、② 東証第一部で社外取締役を選任する上場会社の比率は94.3%に達し、2名以上の独立社外取締役を選任する比率は48.4%と前年より倍増し (27年7月29日公表)、Sコードの参加者は201 (27年11月末現在) に及び、大多数の国内機関投資家をカバー。

\*13) 「企業統治改革については、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・コードを策定したところであるが、これはゴールではなくスタートである。いまだに形式的な対応にとどまっているとの問題点も指摘されていることから、今後更に『形式』から『実質の充実』へと次元を高める必要がある。このため、『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』を設置し、企業経営者、内外投資家、研究者等の有識者による議論・提言や、ベスト・プラクティスを情報発信しながら、上場会社全体のコーポレートガバナンスの更なる充実を促していく」(「金融行政方針」27年9月18日公表)