

# コーポレート・ガバナンス・コードにおける攻めの ガバナンスの実践とエンゲージメントならびに 株主総会改革

—— ESG責任投資と統合報告、海外機関投資家の議決権行使、二〇一五年英国現代奴隷法のコモンスセンス・アプローチと域外適用、人権デュー・デリジエンスの交錯など——

藤 川 信 夫

## 第一章 問題意識とコードにおけるエンゲージメントと株主総会のグラウンドデザイン

### I. 問題意識

我が国では安部晋三内閣の成長戦略の一環として企業のガバナンス改革を推進するべく、長期的観点の企業価値向上を目指し、二〇一四年六月会社法改正と合わせて、既に二〇一四年二月機関投資家向けに金融庁から公表された日本版スチュワードシップ・コードが導入された。更に二〇一五年株主総会における導入を視野に入れ、同じく金融庁により経営陣に向けた日本版コーポレート・ガバナンス・コードが策定され、二〇一五年六月一日より東証上場規則の内容として適用がされている<sup>①</sup>。両コードの理論と実践について、二〇一五年以降の株主総会などにおいて上場企業において焦眉の急の課題となっている。

特に株主・機関投資家と企業のエンゲージメント・対話に関して、スチュワードシップ・コードが強く求め、投資先企業との建設的な目的を持ったエンゲージメント・対話等を通じて当該企業の企業価値の向上、持続的成長を促すことにより顧客・受益者の長期リターンの拡大を図ることが期待されている。機関投資家の行うスチュワードシップ活動は株主総会の議決権行使に止まらず、企業と対話を行うことを含めた幅広い活動を指すものとされる。攻めのガバナンスの実践、中長期的企業価値向上の実現を通じ、我が国経済社会の発展に資することが期待されている<sup>②</sup>。

コーポレート・ガバナンス・コードの趣旨をコンプライ（遵守）するためには、①実質的な株主権行使の機会を提供すること、②適切な情報を提供することが求められ、②では非財務情報の提供方法、そのための環境整備が必要となる。実質株主の議決権行使、ESG投資ならびに統合報告書等の論点に繋がる。コードの適用開始まもなく、先行

研究の少ない領域であるが、本稿では両コード導入から最初の株主総会を終えた現在、新たな観点からコード概念の中核をなすエンゲージメント・対話、議決権行使のあり方、株主総会の機能と改革に加えて二〇一五年英国現代奴隷法のCOMMON SENSE・アプローチと域外適用リスク、人権デュー・デリジエンスの交錯等の論点も包括的に考察せんとする。研究の意義は大きいと思料する。紙幅の制約もあり、残された課題については今後の研究としたい。

## Ⅱ. コード施行後の法制度設計の展望とエンゲージメント

### 1. 株主総会関係

二つのコード策定・施行を踏まえて今後の法制度設計について、①株主総会関係、②開示関係、③取締役・取締役関係の三つの視点から検討が進みつつある<sup>(3)</sup>。株主総会関係では、株主の側から見た攻めのガバナンスとして、我が国会社法上の株主権自体は比較法的に充実しており、問題は実効的な行使の評価にかかっている。実効的な行使を妨げてきた原因、株主総会への参加・議決権の実効的行使の障害、エンゲージメントの不十分さ、ひいては企業情報・コーポレート・ガバナンス関連情報の開示の不十分さ、スチュワードシップ責任の不徹底が挙げられる。

二つのコード制定、施行・実践を踏まえた制度・立法論が問われ、ソフトローとハードローの新たな関係が模索されよう。株式会社法における機関設計、社外役員についての義務・責任論、上場会社法（有価証券報告書提出会社法）、開示・監査の調整・統合、金融商品取引法とコーポレート・ガバナンスの関係など、大枠からの考察が求められる。

具体的課題として、株主総会日の集中、議案の検討期間の不足、年度末を議決権行使基準日とする実務面からのエンプロティ・ボーディング（議決権行使の基準日株主と実質株主の乖離）、外国人株主にとっての総会参加・議決権行使の困難性が挙げられる。また直近において、(i) 株主総会招集通知等の電子化<sup>(4)</sup>、(ii) 有価証券報告書の総会開催前の

開示<sup>⑤</sup>、(iii) 総会の七月開催<sup>⑥</sup>、(iv) 名義株主以外の海外機関投資家の株主総会への出席<sup>⑦</sup>、(v) 議決権行使プロセス全体の電子化の促進、(vi) 早期（発送前）WEB開示の促進などが各機関等から相次いで提示されている。

例えば株主総会招集通知等の電子化について、会社法の立法論として(a)株主の意思確認手続（定款変更等）の要否とその手続、(b)書面による提供を原則とする情報の範囲、(c)電子提供を原則とする情報の範囲（招集通知、議決権行使書面、株主総会参考書類、招集通知添付書類（事業報告、計算書類等））、(d)電子提供に関する株主からの事前承認の要否と手続、(e)株主の書面交付請求権の要否などが主要な論点となる。

## 2. 開示関係—開示内容の整理・共通化・合理化—

開示関係では、日本版スチュワードシップ・コードおよび東証コーポレートガバナンス・コードにおける建設的な対話（エンゲージメント）の実現に向け各開示制度の目的に適う有用且つ十分な情報が効果的・効率的に提供されているか、複数の開示制度が重なることで情報開示の不効率性、後発事象の取扱いの問題が生じていないか等が課題となる。具体的には決算短信および四半期決算短信のあり方、有価証券報告書の記載事項、新たに非財務情報の開示、選択的開示の禁止ルール導入などが検討される。取引所規則（決算短信）、会社法開示（計算書類・事業報告）、金融商品取引法開示（有価証券報告書）の各開示制度の目的、開示方法、決算日からの開示時期、公衆縦覧期間、財務情報、監査の要否、虚偽記載の罰則の有無等が問われる<sup>⑧</sup>。

決算短信・四半期決算短信では①速報性・非監査性という決算短信の性質を重視した見直し、②四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り、四半期報告制度を廃止し四半期決算短信に一本化する提案などが出される<sup>⑨</sup>。

有価証券報告書では、①経営方針・戦略等の記載を追加、②MD & A (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations 経営者による財政状態および経営成績の検討と分析) の記載合理化、③新株予約権の記載合理化、④「大株主の状況」につき所有割合の算定基礎となる発行済株式の自己株式控除等が検討事項となる。

非財務情報では、発行体の事業・業績に重要な影響を与える非財務情報は有価証券報告書のMD & A、事業等のリスクの欄などに記載し開示する必要があり、東証のコーポレートガバナンスに関する報告書、自主的開示(CSR (企業の社会的責任) 報告書、環境報告書) が存在する。投資者の投資判断に真に必要な情報が、当該情報が証券市場において浸透し投資者が誤解なく利用できるものか、開示を求めることにより開示企業の負担するコストや投資者等による情報の獲得と評価のために負担するコストなど市場全体のコストが過大とならないか、他の法律により開示が要求されているか等証券市場における公正かつ効率的な価格形成に資する情報の視点から検討を進められよう。

開示関係ではこの他に、未公開内部情報の選択的開示の禁止ルール(フェア・ディスクロージャー・ルール)の導入の是非が問われる。米国におけるRegulationFD、EUにおける市場詐欺行為指令に相当する規制である。選択的開示の禁止ルールは発行者等が重要かつ未公表の内部情報を第三者に選択的に開示することを禁止するルールであり、欧米においては、「証券の発行企業等が、その発行企業又は発行証券に関する重要かつ未公表の情報を特定の情報受領者に対して開示する場合、①意図的な開示の場合には同時に、②意図的でない開示の場合には速やかに、当該情報を公表しなければならない」というルールが導入されている。我が国では金融商品取引業者等が未公表の重要な情報であつて顧客の投資判断に影響を及ぼすものを提供して勧誘することは禁止されている(金商業府令第一一七条一項一四号)。

同様の情報を発行者等が提供することを禁止するフェア・ディスクロージャー・ルールは導入されていない。<sup>⑩</sup> ① 開示の公平性・公正性の確保にとつての必要性、② ルールの規範性(法令または取引所の自主規制か)、③ 対象となる情報の範囲(重要事実に限定またはそれ以上に拡大か、企業による情報開示の努力や実効的エンゲージメントを阻害しないものであること)、エンフォースメントのあり方が問われる。

### 3. 取締役・取締役関係

取締役・取締役関係では、① 取締役会への上程事項の範囲を決定する上での考慮要素(任意設置の指名委員会・報酬委員会、社外取締役選任、内部統制システム)、② 社外取締役の役割・機能等、社外取締役の監視義務の範囲など、③ 会社補償およびD&O(会社役員賠償責任)保険として、会社補償の可能性(事前の補償契約の締結・手続、悪意・重過失を除外、補償の対象・実行など)、D&O保険の保険料の会社負担の可能性、④ 新しい株式報酬導入としてPerformance Share(PS)中長期的業績目標の達成度合いにより交付される株式報酬)、Restricted Stock(RS)一定期間の譲渡制限が付された株式報酬)導入の手続(金銭報酬債権の現物出資方法)が会社法上の検討課題となる。<sup>⑪</sup>

① 取締役会の上程事項では、(i) 重要な業務執行の該当性の判断が容易でないとの理由から、広範な事項が取締役会の決議事項として実務上は取り扱われていることにつき、判断を容易にするための立法的な措置、(ii) 監査役会設置会社においても取締役会がモニタリングモデルを容易に採用できるように一定要件が認められる場合において取締役会が重要な業務執行の決定を取締役に委任できるようにすべきとの考え方が問われる。

② 社外取締役の役割・機能等では、(i) 改正会社法(平成二六年法律第九〇号)施行後の社外取締役の選任状況の評価、(ii) 改正会社法附則第二五条を踏まえた社外取締役制度の今後のあり方、(iii) 社外取締役がMBO

(Management Buyout 経営陣による買収)において買付者との間で交渉を行うことは通常は会社の業務執行には該当しないとの解釈もあり、業務執行の意義と立法的措置の要否、(iv) 社外取締役の情報収集権が問われる。

③ 会社補償およびD&O保険、④ 新しい株式報酬では(i) 会社法上、会社補償に関する規定を設けるべきか、(ii) 取締役報酬関連の規律の見直しを図るかが検討課題となる。<sup>(12)</sup>

二つのコードにより求められる機関投資家・株主と経営陣のエンゲージメント・対話の視点から、議決権行使さらに株主総会の機能と改革などに焦点を絞り考察を深めたい。

## 第二章・二〇一五年株主総会の変化にみる攻めのガバナンスの実践

### ―資本政策、英国 Senior Management Regime (SMR) の接点―

#### I. 英国 Senior Management Regime (SMR) の概要と我が国ガバナンス改革の接点

二〇一五年株主総会におけるコーポレート・ガバナンス・コードと攻めのガバナンスの実践について、経営・財務面の資本政策さらには同様の改革が進められる英国 Senior Management Regime (SMR) との相似についても検討を進めたい。<sup>(13)</sup>

英国では二〇一六年三月施行を目指して、Senior Management Regime (SMR) の枠組み構築が進められて、英国金融サービス市場法を根拠法とし、一連のコードなどにより形成されるソフトローミックスである。従前の上級管理者を対象とした規制当局の個別の事前承認制度である Approved Persons Regime (APR) を下部経営層や従業員にまで継承・拡大するもので、実際に企業価値創造を担う執行陣に対する規律である点で、とかく独立性や多様性、専

門性などの議論が主となっていた監視機能を担う社外取締役にかかる議論とは、関連性は強いが、一線を画するものともいえる。コーポレート・ガバナンスの根幹をなす議論の一つでもあるが、投資家の観点に立つスチュワードシップ・コードよりも、より企業経営の実践の現場に近い領域の考察となる。

背景には国際的金融危機、近年のLibor金利不正事件(二〇一五年)では集団的意思決定、経営判断による個人責任の追及が困難となっており、不正・コンプライアンスに止まらず、戦略面にかかる意思決定、即ち適切なりスクテイクを採って企業価値向上を図らなかつたという経営戦略・実行面の積極的妥当性に関する経営陣の責任も含めて論点となったものと思料する。中長期的観点の企業価値向上に向けた積極的な経営の取組み、適切なりスクテイクと対応したインセンティブ報酬設定などが問われ、英国SMRとは軌を一にするものといえる。

## Ⅱ. 二〇一五年六月株主総会にみる攻めのガバナンスの実践

### 1. 二〇一五年六月株主総会とコーポレート・ガバナンス・コード

二〇一四年改正会社法(二〇一五年五月施行)、スチュワードシップ・コード(二〇一四年二月導入)およびコーポレート・ガバナンス・コード(六月導入)が揃った初の株主総会が二〇一五年六月に開催され、企業と投資家の対話の促進を含め<sup>14)</sup>、従来と異なる傾向が窺われる。二〇一五年六月株主総会とコーポレート・ガバナンスの状況について<sup>15)</sup> 上場企業の最新の動向を概観し、英国 Senior Management Regime (SMR) の接点に論及していきたい。

### (1) 株主総会の日程

二〇一五年六月二六日に集中したが、分散化、招集通知情報の発送前Web開示も進んだ。



## (2) 議案の状況

監査等委員会設置会社に移行するに当たり、業績連動型報酬制度を導入する企業が増加し、役員報酬改定議案を提案する企業数が増加している。

## (3) 定款変更

今次総会では会社法改正に伴う定款変更の提案が増加し、指名委員会等設置会社の移行は四社、また監査等委員会設置会社の移行は八五社に上っている。監査等委員会設置会社の移行時を含め、取締役の員数を増加させる企業が増えている。また会社法改正に関して、業務を執行しない取締役および監査役に対する責任免除の提案が多かったが、機関投資家は監査機能強化の観点から賛成する傾向が強い。他方、社内取締役については反対の立場を明確にしている。機関投資家が少なく、このため社内・非業務執行取締役の責任免除については反対する機関投資家も存在している。

## (4) 役員報酬―攻めのガバナンスと取締役会評価、SMRの接点―

攻めのガバナンスの関連で、適切なリスクテイクに対する報酬付与の議論がされる。コーポレート・ガバナンス・コードへの対応の関係で、退職慰労金制度を廃止する企業が増加し、業績連動型報酬の導入が増加している。有利発行としてのストック・オプションの場合、総会の特別決議を毎回要するため、株式報酬型ストック・オプションが増加している。付与対象者、希薄化の二点で機関投資家が判断することになり、前者では社内の業務執行取締役（ED）、従業員の場合は賛成し後者では、非業務執行取締役（NED）、監査役の場合は反対票を投じている。後者では、新株発行に伴う希薄化率が5%を超える場合、否定的に判断する株主が増加する傾向にある。我が国ではグロー

バルにみて報酬水準が低いとされるが、責任内容に見合ったものであることを投資家に説明することが望まれる。

適切な役員報酬の付与の議論は、今後大きなテーマになってくるとみられ、コーポレート・ガバナンス・コード導入により、①第一段階として形式・手続き面の整備が図られ、社外取締役導入、責任制限規定の整備が進められた。当初は社外取締役の独立性、構成などに主眼があつたが、質の面の確保に重点が移行する。②第二段階として取締役会の機能の実効性をいかに確保するか、に焦点が移ってくる。いかなる基準・手続きで取締役に報酬を支払うか、が問題となり、取締役会評価 (Board Evaluation) の論点に繋がってくる。英国 S M R の接点となる部分であり、英国でもコーポレート・ガバナンス・コードの整備が先行し、続いて取締役会評価と合わせて、金融業界を対象に Approved Persons Regime (APR)、S M R の導入が図られ、取締役や上級執行役員などの実質面の確保に重点が移ってきている。その場合、報酬面の改革が同時に進められている。

中期計画に対するコミットメントとして、中期計画を軸に役員報酬を定めていくことになるが、計画数値の達成か未達か、未達の場合には退任を迫るか、の選択手段ではなく、経営者の目標達成に関する評価として用いることで、報酬に反映させ、固定報酬 (現金) と業績連動型報酬の組み合わせが適切とみられる。

今次総会の役員報酬に関する特徴をみると、コーポレート・ガバナンス・コード導入に伴い、報酬の構成に対する投資家の視線は厳格化し、中期経営計画へのコミットメントの評価、固定報酬 (現金) と業績連動型報酬 (現金賞与と株式報酬型ストック・オプション) ならびに短期報酬 (一年) と長期報酬 (三―五年) のバランスが焦点となっている。

退職慰労金支給議案について、二〇一五年六月に退職慰労金支給議案を提案した企業は一七六社で、うち三六社は退職慰労金制度の廃止に伴う精算支給である。支給対象者に社外者 (社外取締役あるいは社外監査役) が含まれる会社は

一二〇社である。退職慰労金の支給金額の開示も定着し、一八社が開示を行っている。

有利発行を伴うストックオプション、労務対価と相殺する形で、公正価格で発行される株式報酬型ストックオプション（役員報酬額改定のうち株式報酬を含むに該当する）の論点として、付与対象者は社外取締役、監査役、顧問・社外協力者など業務執行からの独立性や業績向上に直接関与しないと考えられる者に対する付与は否定的に判断される場合がある。有利発行を伴うストックオプションは五〇社で提案され、うち対象者に監査役が含まれる会社、顧問・社外協力者等が含まれる会社が各一社、社外取締役が含まれる会社が五社存在した。役員報酬額改定議案を提案した二六一社のうち、一七一社は金額等の変更である。監査等委員会設置会社に移行する企業において、監査等委員でない取締役、監査等委員である取締役について、各々報酬額改定議案が提案された。株式報酬型ストックオプションを提案した九〇社のうち、七社は社外取締役にも付与する。

#### （５）株主提案

機関投資家は、株主提案に対して株主共同の利益の観点から判断を行っている。特定の株主の利益に関する問題には賛成せず、透明性やコーポレート・ガバナンス向上に寄与すると判断される情報開示強化等は賛成する傾向が強い。

#### （６）企業の社会的責任（CSR）

機関投資家は投資先企業に法令違反、反社会的行為等が認められた場合は社会・経済的影響を勘案して役員選任議案、退職慰労金支給議案等に反対する等の判断を行う場合がある。スチュワードシップ・コードの導入により、海外情報の取得が容易となり、リスクマネジメントの上で国内グループ企業のみならず海外現地法人を含めたグローバル・サプライチェーン全体としての共通理解が重要となってくる。

(7) 取締役・監査役の状況および監査等委員会設置会社導入

取締役・監査役の状況については、会社法改正および社外取締役二名以上の導入を求めたコーポレート・ガバナンス・コードが影響を与えており、事実上の基準として機能していると考えられる。二〇一六年六月総会時点で九八・四％の企業が社外取締役を選任しており、六五・六％の企業は二名以上を選任している。二〇一五年六月総会終了時点の一社当たり平均取締役数は九・三名で、うち社外取締役は二・〇名である。監査役設置会社において社外取締役を採用する会社は一〇五〇社から一二七一社に増加した。これに伴い、全般的に取締役会の規模が縮小している。監視機能への特化を示しているよう。二二名以上の企業は二〇〇五年六月四一社から二〇一五年六月四社に減少した。監査等委員会設置会社は二〇一五年六月に八五社が移行し、監査等委員の平均人数は三・五名、うち社外取締役二・六名である。

社外取締役および社外監査役の独立性については、取引関係・借入先・顧問関係、大株主上位一〇位以内で銀行・保族会社出身、親族関係（三親等以内の親族が当社等の従業員・役員である場合の基準をもって検討すると、依然として株主・取引関係などの属性に関して課題が残る。また社外取締役の方が社外監査役よりもやや独立性は高い。

(8) 取締役会・監査役会の開催と役員の出席率

取締役会、監査役会共に月一回程度の開催が平均的で開催頻度は低下傾向にある。平均出席率は、社外取締役は九四・一％（昨年九二・四％）、社外監査役は取締役会に九四・九％（同九四・七％）、監査役会に九七・二％（同九七・三％）となっている。社外監査役は設置が義務付けられている反面、監査役設置会社における社外取締役は設置が任意であること、他社の経営者、研究者等を配置していることなどが出席率が低下している原因の一つとみられる。出席率が

一定水準（七〇％―七五％程度）以下の役員候補者に対しては否定的に判断する投資家も少なくない。

## （9）買収防衛策の動向

二〇一五年六月時点で全上場会社のうち四八〇社が買収防衛策を導入しているが、二〇〇八年五六四社をピークに二〇一〇年以降は廃止する企業が増加している。機関投資家としては反対の立場が定着し、エンゲージメントの余地も少ない。

## 2. 社外取締役とアドバイザー機能の相違―質の確保と Senior Management Regime ―

### （1）社外取締役の質の面の確保

形式面からコーポレート・ガバナンス・コードが求める社外取締役導入の体裁は整えられつつあり、今後はコードの内実面の充足として、攻めのガバナンスの観点から、独立性と主に質の面の整備が求められる。当該社外取締役がいかに関具体的に関営面で貢献できるのか、その説明を株主に図ることが求められる。法律・会計など専門性を備えたアドバイザー機能とは分けて考えて、経営の執行と監督の分離の観点から、執行部門担当から提示された戦略・経営計画の肯定、あるいは差戻して修正させる判断を下せる機能を果たすことが求められる。必ずしも同業他社の役員経験者でなくとも、多様な業種であつても企業経営の実践に経験の豊富な、単なるご意見番でなくCEOに対して経営面の駄目出しのできる人材が適任となろう。私見であるが、こうした社外取締役の質の面の確保について、法文やコードに記載しても実効性の確保は難しく、SMRにおいて述べたCR (Certification Regime) のような自主的な社内認定制度と規制当局の監督の組み合わせが規制コスト削減の点からも望まれよう。コード規範導入が効果を発揮する上でもかかる制度スキームは望ましい。コードの実効性確保の観点から、関係官庁の縄張り争いも絡み、類似規制の

重複と詳細なガイドラインなどの類出を生み出し、規制を受ける企業側の混乱を引き起こしかねない。ソフトローであるコードのルール・ミックス化に伴う、必然的な転換期の問題点といえる。

（２）社外取締役とアドバイザー機能の相違

社外取締役において求められる判断事項としてプロセスにおけるFairnessが重要となる。リスクの過剰さ、攻めのガバナンスの姿勢などにおいて、公平性のある意思決定がなされているかどうか、の判断を行うことである。

社外取締役に求められる役割は、各個人毎に各々異なっていようが、企業の成長ステージで見れば上場企業など成熟企業の場合、グローバル企業の経営の経験者が就くことは不可欠である<sup>16</sup>。整合性、成長性などの視点で大局的に市場と企業をみていくことが求められる。新興・非上場企業では、財務面、銀行取引面の経験者、営業実務面のネットワークを保有している人員が必要となろう。

社外取締役とアドバイザー機能の相違として社外取締役には視野の広さ、経験の豊富さ、企業人としての人間性等が重要さを増し、意思決定プロセス、リスクなどガバナンスに関わる機能が求められるが、アドバイザー（顧問）の場合は、CEOのアドバイザーとして諮問会議（アドバイザー・ボード）の形で助言することになる<sup>17</sup>。専門家が自身の専門性は狭いとして固執した場合も、社外取締役としての責任を回避はできないことになる。

取締役会の監査を行う必要性があり、例えば市場替えなどの時に東証の事後監査も困難で、取締役会評価、自己評価あるいは第三者評価の開示が求められる。適切な第三者としては、監査役、監査法人は利害相反などの問題が生じる。

社外取締役にについてアクセル役か、ブレーキ役か、三つの会社形態に応じて役割は異なると考えられる。米国型モニタリング機能重視の指名委員会等設置会社では、社外取締役に社内の役員人事マターは理解しがたい面はあり、

経営側も人事・報酬面を委ねるには躊躇もある。監査等委員会設置会社へのシフトが増加している所以でもある。<sup>(18)(19)</sup>

### 第三章・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・コードの実践

―上場企業における取組みとエンゲージメント、説明責任ならびに取締役会評価―

#### I. 問題意識

上記を踏まえて上場企業に対する二つのコード、就中コーポレート・ガバナンス・コードの履践状況、今後の検討課題を見ていきたい。<sup>(20)</sup>

#### 1. 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）率が挙げられる。二〇一五年六月コーポレート・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み、各原則のコンプライ率は高く、独立社外取締役導入が進むほか、株式政策保有についての方針開示も進捗している。高いコンプライ率等が真に実質を伴ったものか、検証していく必要があるが、同時に企業と投資家の対話の過程において深度ある建設的な議論が行われることが期待される。

#### 2. エクスペインへの取組み

提出されたコーポレート・ガバナンス報告書に関して、コンプライを所与とし説明（エクスペイン）を躊躇する傾向も見受けられるが、形式的コンプライよりもコンプライしない理由を積極的にエクスペインする方が評価に値するケースも少なくないと指摘が出された。現状ではむしろコンプライしない方が企業価値向上に繋がるといった形で

の踏み込んだエクस्पレインが足りないとの指摘もなされた。

コンプライシつつ、併せて具体的取組みについてエクस्पレインしているものもあり、企業と投資家との間の建設的な対話に資するもので、他の企業においても参考とされるべきとの指摘もされた。エクस्पレインの方法等について、各企業において更なる工夫がなされることが期待される。

## Ⅱ. ガバナンス議論の検証の必要性

ガバナンス体制強化が形式のみでなく実質を伴ったものか、ガバナンス体制強化が中長期的に経済の好循環に繋がっていくか、企業と投資家の対話が建設的な形で進んでいるか等の観点から議論の検証が求められている。

### 1. ガバナンス議論の検証とエンゲージメント

#### (a) 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・コードにおける「独立した客観的な立場」（原則四―三）を真に実現していると表明するために、独立社外取締役の設置に留まらず、監督と執行の分離のあり方等を含めたガバナンス全体についての真剣な検討、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。

#### (b) 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・解任は極めて重要な問題で、後継者計画（サクセションプラン）策定、それに基づく経営陣トップの選任・解任をいかに進めていくべきか、課題となる。

#### (c) 株式の政策保有

株式の政策保有の水準は歴史的にピーク時（一九九〇年代初頭）に比べ低水準にあるが、現在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、事業法人の対応等も含め検証していく必要がある。

(d) 企業と機関投資家の対話

機関投資家は企業経営者に「気づき」を与える企業との質の高い対話が期待されているが、国内における対話はその水準に達していない。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あり、議決権行使助言会社の推奨と活用もあり方についても検証する必要がある。 (d) については、エンゲージメント・対話ならび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に関して述べてきた。従前のように単なる総会における議決権行使基準の問題に留まらず、中長期的企業価値向上に向けた双方の対話・エンゲージメントの観点からの検討が求められている。

2. 取締役会等をめぐる論点―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―

(a)、(b)については、コードと攻めのガバナンス、取締役会等をめぐる論点として以下のように問題点の指摘がされている。<sup>(21)</sup>

コーポレート・ガバナンス・コード（コード）導入に伴い、取締役会の果たすべき監督機能が議論され、各上場企業において独立社外取締役の選任が進み、監督機能の発揮を目指すべくモニタリング型に移行する例も見られる。一方、取締役会の実効性評価に関する原則はコード原則の中でコンプライ（実施）率が最も低くなっているなど、コードに対応した取締役会構成・運営・評価・改善は今後の取組みに拠るところが大きい。

上場企業が持続的に成長し、中長期的に企業価値を向上させるために最高経営責任者（CEO）を中心とする経営

陣が先見性のある適確な経営判断を行うことが必要である。CEOの果たす役割が重要であり、選解任においては客観性・適時性・透明性あるプロセスが求められ、CEOなど経営陣を監督する取締役会は独立性・客観性を確保する必要がある。経営理念等の確立、戦略的な方向付けを行い、経営陣幹部による適切なりスクテイクを支える環境整備と実効性の高い監督を行う上で必須の要素である（原則四―一―三）。

取締役会がその役割・責務を果たすため、①取締役会の構成において適切な資質・多様性を備えた取締役会の実現と独立性・客観性の担保、②取締役会の運営においては経営戦略や取締役の選解任等に関する議論の充実、③取締役会の評価（board evaluation）においては取締役会の実効性の評価によるPDCAサイクルの実現などの取組みが求められる。

こうした取組みが形式的対応ではなく、取締役会機能の実質の充実に繋がる実効的取組みとする観点からは、コード適用等について以下の指摘がされる。

（1）取締役会構成（原則四―七―九、四―一―一）等

適切な資質・多様性を備えた取締役会の実現を図り、独立性・客観性を担保していくことが重要である。

（i）取締役会の構成（原則四―一―一）について、自ら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・見識を重視してメーカーや金融の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が事例として見られる。独立した客観的な立場から持続的成長と中長期的な企業価値の向上を後押しできる適切な資質・多様性を備えた取締役会の実現を図っていくことが必要である。

（ii）独立社外取締役にについて、各上場企業では選任が進んでおり、自主的判断により、取締役会の三分の一以上

(原則四―八)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企業の一割以上に上る。ステイ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資質のバランス、多様性の充実に移っている。社内で得られない知見・経歴を有し、中長期的企業価値の向上に向けた経営戦略、取締役の選解任など経営の監督に貢献できる資質を持った独立社外取締役が多く選任されるような取組みが期待される。

(iii) 取締役会構成、独立社外取締役選任にかかる取組みのほか、取締役会の独立性・客観性を一層担保するため取組みを行っている上場企業の例を掲げる。CEOと取締役会議長の分離、米国事例も踏まえて取締役会と経営陣の実効的な役割分担を図るための筆頭独立社外取締役 (Lead Independent Director) 設置、独立社外取締役の選任プロセスに対する独立社外取締役の主体的関与。

(iv) コードでは、取締役会等の構成に関する考え方、取締役候補の指名、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 (補充原則四―一一①、原則三―一 (iv) (v) ) が求められる。かかる開示・説明の内容については、取締役会が役割をいかなる構成をとることにより実効的に果たそうとしているか、中長期的な企業戦略の関係について、具体的に理解できるものであることが重要である。

(2) 取締役会の運営 (原則四―八、四―一〇、四―一二―一四)

持続的成長と中長期的企業価値の向上を図るべく取締役会による戦略的な方向付け、適切な業績評価とこれに基づく経営陣幹部の人事等の議論を充実させることが必要である。

(i) 先ず、戦略的方向付け等について議案の絞込み、十分な審議時間の確保 (補充原則四―一二①) が必要となる。上場企業の取組み事例として、事業活動の上で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われずに取

締役会で議論を行いつつ、議案数の絞り込みのために業務執行決定権限の経営陣委任を進める。取締役会議案として報告事項、決議事項に加えて審議事項を導入し、重要なテーマについては決議に先立ち取締役会で議論する。審議時間について議案一件あたりの時間として少なくとも二〇分程度を充てる。

(ii) 社内取締役は取締役会における職責が執行者としての職責とは異なることについて認識を深めることが重要となる。(iii) 独立社外取締役が取締役会における戦略的方向付け等の議論に貢献できるようにするべく環境整備に向けた取組みが求められる。

従来の独立社外取締役に關しては、独立性の強化などに重点が置かれていたが、攻めのガバナンスにおいては社内取締役・執行陣に対するインセンティブ作りもさることながら、独立社外取締役の役割をコンプライアンスあるいは消極的妥当性のみならず、戦略策定など積極的妥当性にまでいかに拡大できるか、これにより独立社外取締役に求められる資質にも大きく影響を及ぼす部分であり、これまでの独立社外取締役に關する議論とは異なった検討が重要になる（私見）。

上場企業の取組み事例としては、独立社外取締役への報告・情報提供の工夫を行うこと、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）を活用する（補充原則四―八①）こと、独立社外取締役と監査役等との間の情報交換を行うこと、監査役会・監査等委員会設置会社を中心に指名・報酬等にかかる任意の諮問委員会等を活用する（補充原則四―一〇①）こと、その際に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こと、より付加価値のある助言を得るため社内者だけでなく、独立社外取締役にも適切なトレーニングの機会を提供する（原則四―一四）ことが挙げられる。

(iv) 独立社外取締役の役割・責務として、少数株主などステイクホルダーの意見を取締役に適切に反映させること(原則四―七(iv))が重要である。

(3) 取締役会の実効性評価(原則四―一二)

取締役会の資質・多様性、運営を充実させるための取組みが有効に行われていることなど取締役会全体としての実効性の分析・評価を行い、新たな取組みに繋げることが重要である。

(i) 二〇一六年五月末にコード適用開始から一年が経過し、各企業が取締役会の資質・多様性、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、企業の状況に応じて様々な取組みが考えられ、取締役会の各自による率直な評価が先ずは重要となる。取組みの例として以下の通り。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こと、評価の対象には任意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含めること、英国の経験も踏まえ外部の視点も入れた評価や評価機関名の公表を行うこと。

(ii) コード策定の趣旨である持続的な成長と中長期的企業価値の向上に鑑み、取締役会の実効性の評価と開示においては取締役会が持続的な成長と中長期的企業価値の向上を独立した客観的な立場から支援できていることの検証にも重点が置かれるべきこと。

(4) 最高経営責任者(CEO)の選・解任の実際

CEOの解任権の問題は古くて新しい課題といえよう。エンロン事件等を受けて社外取締役主体の米国型ガバナンスに対する疑問が出され、監査役会設置会社によるガバナンス改革を指向する立場からは、監査役会に解任権を付与

する制度改革なども予てより議論されてきたところである。コンプライアンスならびに経営の妥当性のチェックの観点から、経営陣規律を図るべきコーポレート・ガバナンスの根幹ともいえる部分である。<sup>(22)</sup>

持続的な成長と中長期的企業価値の向上の観点から、最高経営責任者(CEO)の選解任は上場会社にとり最も重要な戦略的意思決定である。選任のための後継者計画策定においては客観性・適時性・透明性を担保する手続が求められる。適切に会社業績等の評価を行い、CEOに問題があると認められる場合にCEOを解任できる仕組みを整えておくことが必要である。かかる取組みを更に進め、CEOが客観性・適時性・透明性ある手続により適切に選解任されるべきである(補充原則4―3①)。取組み事例として、(a)取締役会内部においてCEOの候補者を明確にし、一定の時間をかけ独立社外取締役も含め取締役会が候補者の資質を見極めるプロセスを設ける。(b)企業の中長期的戦略を踏まえ、将来のCEOに求められる資質やあるべき像を十分に議論してCEOの選任を行う。(c)CEO選・解任に独立社外取締役の十分な関与を得るため、指名委員会、指名にかかる任意委員会を活用する。この際に指名委員会等において審議時間を十分にとる。

(a)については、従来から経営諮問委員会による次期CEOの育成・決定を図ってきた事例として株式会社帝人のガバナンス改革が挙げられるが、決して今般のコード導入を契機としたものではない点は留意される。また他の二つの事例(b)(c)にしても同様であり、中長期的戦略を踏まえること、指名委員会等において時間をかけて独立社外取締役による関与を図るなどはそもそもその制度の趣旨として当然のことである。これまでそうした手法による運営がされてこなかったとすれば、逆に形式的な米国制度導入に留まっていた、だからこそ不祥事が繰り返され、あるいは妥当性監視が十分になされていなかったことの証左となる。コードなどソフトローによる、プリンシプルベースとしつつも、

一定の強制力ときめ細かい上級管理者機能（Senior Management Functions SMFs）の設定による、英国を範とした攻めのガバナンスに係る規律づけが必要となるか（私見）<sup>23</sup>。

（5） 監査機能の適切な発揮

不祥事防止等の観点から、監査機能の適切な発揮に関連して以下の指摘がされている。内部通報機能を発揮させるためレポートラインとして社外監査役・社外取締役に通報できる仕組みが必要であること、監査役会等はほぼ全員独立者であるべきで、監査役会等の構成を企業不祥事の再発防止の観点から検討すべきこと、第三者委員会の役割は本来は監査役会が果たすべきこと。この他、監査機能の適切な発揮に関して以下の課題が検討される。

(a) 監査役・監査委員等の選任において、CFO経験者が監査委員長に就任する例があるが、独立・客観的立場から役割・責務を果たす観点からの妥当性。(b) 内部監査部門の機能を有効に活用する観点から、内部監査部門から監査役会等への適切に情報提供体制を確立することが重要（補充原則四―二三③）。内部監査部門と取締役会や監査役会等との連携の現状とあり方の検討。(c) 外部会計監査人による適正な監査の確保に向けて、監査役会と取締役会は以下の対応を行うべきこと（補充原則三―二①、②）。

監査役会は（補充原則三―二①）、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、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の確認を行う。

取締役会および監査役会は（補充原則三―二②）、高品質な監査を可能とする十分な監査時間の確保、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、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、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。

#### 第四章 コーポレート・ガバナンス・コードにおける資本政策とグランドデザイン

##### — ROE、最適資本構成など —

##### I. 資本政策の基本的な方針と日本版コード

取締役会評価の項とも関連するが、攻めのガバナンスの前提として、企業において資本コストを上回る収益を上げるべき最適資本構成の構築が主題となる。かかる資本政策の基本的な方針に関して、日本版コード原則一―二では、上場会社は資本政策の動向が株主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。原則五―二では、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何を実行するのかについて株主にわかりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

資本政策において資本構成（自己資本比率等）、資本効率（自己資本利益率（ROE）等）、株主還元（配当、自己株式取得等）を勘案することになる。<sup>24)</sup>

##### II. ROEと最適資本構成

ROEもさることながら、最適資本構成の議論を踏まえると、ROA（総資本に対する営業利益の割合）を勘案したROE指標が業績評価の基準となる。レバレッジ効果、利子率とROEの差等の理論が前提となる。ROE $\parallel$  ROA + 負債比率  $\times$  (ROA - 利子率)  $\times$  (1 - 税率) の図式において財務レバレッジ効果については、①「ROA - 利



子率」がプラスの場合は株主側の要望に応じ財務レバレッジ高めることが許容されるが、金利の上昇リスクが懸念される。有利子負債の支払利息は税法上損金算入され、支払利息に税率を乗じた分は税金を払わなくてすむ（負債の節税効果）。財務レバレッジについて、安全性の面からは財務レバレッジが低い（株主資本比率が高い）ことが好ましいが、収益性の面からは財務レバレッジが高い（株主資本比率が低い）方が一定の制約下では好ましいともいえる。最適資本構成を経営陣は各局面に応じて模索することになる。

こうした前提で経営陣には配当と内部留保・ROE、翌期の利潤を生み出す株主還元政策の構築が求められる。単に当期の株主配当性向、ROEをいかに設定するか、数字ではなく、中期経営計画に連動したブランドデザインが重要となる。企業の競争力の観点からは投資家は投資収益の上がる有効な投資の判断を下すことになるが、結果として企業側も企業価値創造に向け目指す点は同じでROAの検討が資本政策の視点で必須となる。対外的な目標としてROE数値、内部収益率（IRR）を開示するとしても、攻めのガバナンスの視点から経営の内部面の深化としてキャッシュフローの管理が大切であり、フリー・キャッシュフローの黒字化が長期的な投資資金を生み出す好循環を創造することになる。

第五章・企業価値向上に向けたエンゲージメントの実践、非財務情報と統合報告書ならびにESG責任投資、議決権行使の関係、ガバナンス責任者の関与

―二〇一五年英国現代奴隷法のコモンセンス・アプローチと域外適用リスク、人権デュー・デ  
イリジェンスの交錯―

### I. 攻めのガバナンスの実践を踏まえたエンゲージメントの実際

#### 1. 中長期的企業価値向上と長期投資家としてのコミットメント形成

短期投資型ではない中長期的企業価値向上を主旨とするエンゲージメント型・対話重視型ファンドの対話の取組みの一例をみると、①企業と投資家の対話（エンゲージメント）の理念は、双方向のコミュニケーションであること、情報格差の是正を図るものであること、企業の持続的成長をサポートすること、全てのステイクホルダー（利害関係者）に資するものであること、②投資理念としては、長期厳選投資（ポートフォリオ占有率上位五銘柄五〇―七〇%、平均保有期間五年）、エンゲージメント投資（責任を持った対話と信頼関係構築、企業文化の尊重）、社会貢献投資（全ステイクホルダーのための中長期的成長と企業価値向上、国民の資産形成・社会貢献）等が挙げられている。<sup>25</sup>

#### 2. エンゲージメントの具体的な内容と株主総会機能

エンゲージメントの具体的な内容としては、経営陣・社外役員との定期的ディスカッション、中期経営計画・IR開示資料におけるベスト・プラクティス共有、国内外の競合他社・ビジネス環境の調査・分析の共有、企業経営・IR活動の情報交換・IRミーティングと投資先企業同士の横の繋がりの機会設定、店舗・物流センター・製造拠点

の実地見学、自然災害時における投資先企業との支援、投資先企業の社外取締役・監査役就任、株主総会出席・経営陣支援等が掲げられる。

長期投資家は全ステイクホルダーのために議決権行使を行い、投資先企業とのコミットメント形成を図る。即ちコミットメントについて、①上場企業側は、経営者が描く将来のあるべき姿とロードマップを中長期経営計画等で示すこと、資本効率目標を含む具体的な重要業績評価指標 (Key Performance Indicators KPI) を設定し、PDCA (PDCA cycle、plan-do-check-act cycle) を実行すること、経営トップ・独立役員と株主との定期的なミーティングを図ることが内容となる。②長期投資家側は、中長期的目線と企業理解を常に保ち、長期に亘り企業に資すること、全ステイクホルダーの観点から経営をサポートすること、経営環境悪化時も純安定株主として保有を継続することが内容となる。

この他、建設的対話の基礎として、①友好的アクティビストとして上場企業に対し非上場ベンチャー企業に資するベンチャーキャピタル的機能を発揮すること、②外部・少数株主として企業の内部変革を促すこと、③戦略策定・再構築とオペレーション改善による事業価値自体の向上を図ることならびに流動性・コミュニケーション・ガバナンスの各面における企業価値と理論的株主価値のデイスカウント解消を図ること、この場合ガバナンスのデイスカウント解消策としては資本効率向上、株主還元方針明示、取締役構成変更、買収防衛策の内容変更などが挙げられること、④建設的対話の場合は財務・株価等における改善のみならず、長期展望・競争戦略・人材確保などがエンゲージメントの内容となること等が具体的内容の一例として列挙される。

従来の大規模・支配株主主導の改革とは異なり、理念型としては当該企業に対する株主における忠実義務を意識した株主主体のエンゲージメントとなろうか (私見)。アクティビストである機関投資家による株主総会における議決

権行使活動は、スチュワードシップ・コード、コーポレート・ガバナンス・コードが求める対話・エンゲージメント行動の中の一つの場面に過ぎないことが理解される。株主総会機能の変容と位置付けられる。

## Ⅱ. 非財務情報の重視と国際統合報告書とESG責任投資、議決権行使の関係ならびにガバナンス責任者による関与

### 1. ESG責任投資—SRI (社会的責任投資) の異同—

長期投資家の責任投資とエンゲージメントの関係として投資意思決定プロセスにおけるESG (Environmental, Social, Governance) の組み込み、投資先企業との建設的対話・エンゲージメント、受託者としての議決権行使が責任投資の内容となる。責任投資としてのESG投資はSRI (Socially Responsible Investment 社会的責任投資) から派生したものであるが、理念をやや異にする<sup>27)</sup>。SRI (社会的責任投資) の場合、市場メカニズムを通じて株主が議決権など権利を行使してCSR (企業の社会的責任) に配慮した持続可能な経営を経営陣に求めるが、ESG投資では投資先企業がESG課題を考慮すること自体が機関投資家においてその社会的責任を果たすことになる。

ESGに関しては非財務情報として重要性を増し、経済産業省も投資家・年金基金等を対象に、投資に際しESGなどの非財務情報を重視しているか、ESG投資に関する意識・状況の把握および財務情報と非財務情報の統合的報告あるいは統合報告書<sup>28)</sup>をどの程度活用しているかなど状況把握を目的として調査報告書を発出している<sup>29)</sup>。統合報告書は、投資家などのステイクホルダーに対して財務情報および非財務情報 (企業の経営戦略、ガバナンス、パフォーマンスなど) の関連性を比較可能な形で取りまとめ提供するもので将来志向のストーリー性、必要な定量情報を併せ持つと共に企業、投資家双方が積極的に投資材料、対話の材料として活用することが期待される。

## 2. 国際統合報告書とESG投資、エンゲージメントならびに報告境界

### (1) 国際統合報告書とESG投資

統合報告書 (Integrated Reporting) は組織の外部環境を背景として組織の戦略、ガバナンス、実績および見通しがいかに短、中、長期の価値創造を導くかに係る簡潔なコミュニケーションとなる。新たなガバナンス領域として注視され、以下で内容を精査しておきたい。

投資家はESG情報を長期的企業価値向上の観点から評価し、ESG情報を通じた投資家・企業間の対話促進を期待する。投資家はESG情報を長期的な投資先企業の価値創造の向上の観点から評価し、リスク回避あるいはSRI (社会的責任投資) におけるネガティブスクリーンなどのマイナス要素の排除よりもポジティブな観点から評価せんとする姿勢を示している。しかしながらESG情報については企業・投資家間にギャップも存在し、海外の統合報告書と比較した場合、ESG情報を重視する投資家を中心にガバナンス、ストーリー性、トップメッセージ、情報の網羅性について質的に不足しているとの回答が多数出され、投資家の期待の高い要素について必ずしも十分な情報が記載されていない可能性がある。投資家の視点から統合報告書の情報開示について、企業価値に重要な影響を及ぼすCSR (企業の社会的責任) の要因 (マテリアリティ、重要課題) やKPI (重要業績評価指標) を中心とした企業価値創造等に関するストーリー性を重視する簡潔な情報開示を行うべきこと、事業の全体像の把握、恣意性の排除および比較可能性の観点から網羅的な情報開示を行うべきことが求められる。こうしたギャップを埋めることでESG投資の更なる深化・拡大が期待される。

（2）欧州におけるSRI（社会的責任投資）とエンゲージメント

欧州におけるSRI（社会的責任投資）の投資手法は、一般的定義として投資ユニバースの構成において環境保護・保全、社会貢献などを積極的に行う企業を組み込むポジティブスクリーン、宗教教義や人権・開発問題等の観点からアルコールやタバコ、軍需産業などへの投資を控えるネガティブスクリーンに大別される。SRI団体であるEurosisif (European Sustainable Investment Forum 欧州責任投資フォーラム<sup>30</sup>)の定義ではSRIを広義(Broad)とコア(Core)に大別し、広義のSRIは、①タバコ産業や兵器産業を排除する簡素な基準を用いる手法、②ESG項目の評価が将来企業価値に与える影響を他のファクターと統合して評価するインテグレーション手法、③ESG課題につき企業に働きかける投資家行動としてのエンゲージメントに三分類される。欧州のSRI市場の残高は約五兆ユーロ(七兆ドル(五六兆円)、二〇〇九年末)に達したと推定され、大きな市場誘因となっている<sup>31</sup>。後述の二〇一五年英国現代奴隷法と域外適用リスク、人権デュー・デiligエンスの交錯に繋がる論点となる。

欧州委員会は二〇〇三年EU（欧州連合）指令である会計法現代化指令を発して企業に国際会計基準（IFRS）導入と年次報告書に事業の環境や社会的側面に関する情報を盛り込むことを求めた。英国政府も一定規模の企業に対し、環境問題が経営に与える影響について年次報告書の一部である取締役会報告書への記載を求めている。大部分の企業は義務づけられた財務情報と環境・CSRなど非財務情報を別々に提供しているが、非財務的な取り組みや知的資産、経営方針が財務や経営の実績に与えた影響が分かり難く、必要な情報を明確・簡潔に示す報告書の登場が期待されるに至った<sup>32</sup>。我が国企業も統合報告書に対する取組みを進めつつあり、ESG投資更にはスチュワードシップ・コードが求めるエンゲージメント・対話の基礎資料を形成するものと期待されよう。

### 3. 指導原則と内容要素ならびに報告境界

#### (1) 統合報告書の主たる目的と指導原則

二〇一三年 IIRC (国際統合報告評議会) の発した国際統合報告書 (The International <IR> Framework - Integrated Reporting) についてみると、その主たる目的は財務資本の提供者 (providers of financial capital invest) に対し、組織が長期にわたりいかなる価値創造を行うかを説明することにある。以下では、国際統合報告書の内容について、THE INTERNATIONAL <IR> FRAMEWORK - Integrated Reporting (the IIRC)、「国際統合報告フレームワーク」(二〇一三年二月) をみていきたい<sup>(33)</sup>。統合報告書には関連する財務情報とその他情報の両方が含まれる。統合報告書は従業員、顧客、サプライヤー、事業パートナー、地域社会、立法者、規制当局および政策立案者を含む組織の長期に亘る価値創造能力 (the ability of the financial reporting entity to create value) に関心を持つ全てのステイクホルダーにとり有益なものとなる。そのフレームワークは、プリンシプルベース (原則主義) に基づくものである。統合報告書はフレームワークに準拠して作成され、以下の内容を含むガバナンス責任者からの表明が示される。①統合報告書の誠実性を確保する責任に関する同意、②ガバナンス責任者の集团的思考に基づき統合報告書が作成、表示されたことに関する同意、③報告書がフレームワークに準拠して表示されたかについての意見または結論。

統合報告書は、組織がいかに長期にわたり価値創造を行うかについて説明している。価値は組織単独で組織内部のみで創造されるものではなく、外部環境の影響を受け、ステイクホルダーの関係性を通じて創造され、多様な資源に支えられている。統合報告書は、以下についての洞察の提供を目的とする。①組織に影響を与える外部環境、②財務、製造、知的・人的、社会・関係、自然に分類される組織が利用し、影響を与える資源および関係。フレームワークで

はこれらを資本として取り扱っている。③短、中、長期に価値を創造するための組織における外部環境および資本の相互作用。

組織に関する価値創造と他者に対する価値創造として、組織が長期にわたり創造する価値は、組織の事業活動とアウトプットにより資本が増加、減少または変換された形で現れ、相互に関係し合う次の二つの側面を有している。①組織自身に対して創造される価値であり、財務資本提供者への財務リターンに繋がるもの。②他者に対して創造される価値、ステイクホルダーおよび社会全体に対する価値。

統合報告書に関わる指導原則 (guiding principles) は以下の通りで、報告書の内容および情報の開示方法に関する情報提供により統合報告書作成の基礎を提供している。①戦略的焦点と将来志向 (strategic focus and future orientation) : 統合報告書は組織の戦略、および戦略がいかに組織の短、中、長期の価値創造能力や資本の利用および資本への影響に関連するかについて洞察を提供する。②情報の結合性 (connectivity of information) : 組織の長期に亘る価値創造能力に影響を与える要因の組合せ、相互関連性および相互関係の全体像を示している。③ステイクホルダーとの関係性 (stakeholder relationships) : 組織と主要なステイクホルダーとの関係性について性格および質に関する洞察を提供すると同時に組織がステイクホルダーの正当なニーズと関心および期待をどの程度理解・考慮し、対応しているかの洞察を提供している。④重要性 (materiality) : 組織の短、中、長期の価値創造能力に実質的な影響を与える事象に関する情報を開示している。⑤簡潔性 (conciseness) : 統合報告書は簡潔なものとす。⑥信頼性と完全性 (reliability and completeness) : 統合報告書は、重要性のある全事象を、正と負の両面につきバランスのとれた方法かつ重要な誤りがない形で含む。⑦首尾一貫性と比較可能性 (consistency and comparability) : 統合報告書の情報は(a)期間を超えて首尾一



貫し、(b)組織の長期に亘る価値創造能力にとり重要性のある範囲において、他組織との比較を可能にする方法により表示する。

(2) 統合報告書の内容要素とガバナンス

統合報告書は以下の八つの内容要素 (content elements) を含むものとされる。組織概要と外部環境、ガバナンス、ビジネスモデル、リスクと機会、戦略と資源配分、実績、見通し、作成と表示の基礎。

①ガバナンスに関して、統合報告書は以下の問いに対する洞察を提供している。(イ)組織のガバナンス構造 (the organization's governance structure) はいかに組織の短、中、長期の価値創造能力を支えるか。(ロ)統合報告書は次の事象が組織の価値創造能力といかに関連付けられているか。(a)組織のリーダーシップ構造 (The organization's leadership structure) ・ガバナンス責任者のスキルおよび多様性 (the skills and diversity) (経歴の範囲、性別、能力および経験)、制度的要請が組織のガバナンス構造の設計に影響を与えるかなど。(b)戦略的意思決定 (strategic decisions) を行い、組織文化 (the organization's culture) を形成しモニタリングするための特定のプロセス・リスクに対する姿勢、誠実性および倫理上の問題に対処するためのメカニズムなど。(c)組織の戦略的方向性 (the strategic direction of the organization) およびリスク管理アプローチ (its approach to risk management) に影響を与え、それらをモニタリングするためにガバナンス責任者 (those charged with governance) が取った具体的な行動。(d)組織の文化、倫理および価値 (主要ステイクホルダーとの関係性を含む) が資本の利用および資本への影響にいかに関係されるか。(e)組織が法的要請を超えたガバナンス行動を取るか。(f)イノベーションの促進および実現に関するガバナンス責任者の責任。(g)報酬およびインセンティブ (remuneration and incentives) は組織の短、中、長期の価値創造といかに関連付けられているか。報酬およびイ

ンセンチブにつき組織による資本の利用および資本に及ぼす影響といかに関連付けるかなど。

②リスクと機会 (risks and opportunities) について、統合報告書は以下の回答を提供する。(イ)組織の短、中、長期の価値創造能力に影響を及ぼす具体的リスクと機会は何か。組織はそれらに対していかなる取組を行っているか。(ロ)統合報告書は組織固有の主要なリスクと機会を特定する。このリスクと機会には短、中、長期の、資本に組織が与える影響、当該資本の継続的な利用可能性、質および経済性に関するものを含む。(ハ)次を特定することも含む。(a)具体的なリスクと機会要因 (the specific source of risks and opportunities) (内的、外的、またはその両方)。外的要因には外部環境に起因するものを含む。内的要因には組織の事業活動に起因するものを含む。(b)リスクと機会が現実のものとなる可能性と影響の大きさの組織による評価。リスクまたは機会が現実のものとなる具体的状況の検討を含む。かかる開示には常に一定の不確実性 (a degree of uncertainty) が内在する。(c)主要なリスクを低減・管理し、または主要な機会から価値創造するための具体的手順。関連する戦略目標、戦略、方針、目標およびKPI (key performance indicators 重要業績評価指標) を識別することを含む。(d)リスクの発生可能性が極めて小さいと考えられる場合でも短、中、長期的にかかわらず組織の継続的な価値創造能力の根源に関わると共に、極めて重大な結果をもたらす可能性がある場合は指導原則である重要性 (materiality) を考慮し、当該リスクに対する組織のアプローチを統合報告書に含む。

③統合報告書は作成と表示の基礎を説明し、以下のものを含む。組織による重要性の決定プロセスの要約、報告境界の説明およびその決定方法、重要性のある事象を定量化または評価する上で重要な枠組みおよび方法の要約。

重要性の決定プロセスの要約 (a summary of the organization's materiality determination process) について、統合報告書は組織の重要性の決定プロセスおよび主要な判断の要約を含む。要約には次を含む場合がある。関連性のある事象を

特定し、その重要度を評価し重要性のある事象 (material matters) に絞り込むプロセスに関する簡潔な説明。

### (3) 統合報告書の報告境界

重要性決定プロセスの鍵となるのは報告境界 (the reporting boundary) の概念である。報告境界は指導原則の重要性 (FW3.30-3.35) において事象が組織の統合報告書に含められる関連性を有するか否かの境界と説明され、統合報告書にいかなる範囲まで含めて開示するかの問題である。<sup>(34)</sup>

統合報告書の報告境界の決定は以下の二つの側面を有する。①財務報告事業体 (財務報告を目的として利用される境界)、ならびに②価値を創造する財務報告事業体の能力に重大な影響を与える財務報告事業体以外の他の事業体およびステイクホルダーに起因または関連するリスク、機会およびアウトカム。

報告境界の中心となるのは財務報告事業体 (entities that are included in the financial reporting entity) である。理由は以下の二つである。財務資本の提供者の投資対象は財務報告事業体であり、当該事業体の情報を必要とする。また財務報告事業体を用いることにより、財務諸表情報 (the information in the financial statements) を統合報告書内の他の情報を関連付ける際の基礎または参照ポイントとすることができる。

統合報告書は報告境界を特定し、決定方法を説明する。即ち、(a)組織の統合報告書において、財務報告事業体に含まれる事業体に起因または関連する重要なリスク、機会およびアウトカム (成果) を報告する。(b)他の事業体およびステイクホルダーに起因または関連するリスク、機会およびアウトカムは財務報告事業体の価値創造能力に重要な影響を与える範囲において統合報告書上で報告される。(c)実務上統合報告書に開示できる情報の性質や範囲について、以下の制約が存在する可能性がある。財務報告事業体が支配しない事業体について信頼性のあるデータの利用可能性、

ならびに財務報告事業体の価値創造能力に特に長期に亘って重要な影響を与える全てのリスク、機会およびアウトカムを特定することの本来的な困難性。かかる制約および克服のために実施された行動についても、統合報告書における開示が適切とも思料される。

重要な枠組みおよび方法の要約について、(a)統合報告書は、重要性のある事象を定量化または評価する際に用いられた重要な枠組みおよび方法（財務情報を作成する際に適用される財務報告基準（financial reporting standards）、顧客満足度（customer satisfaction）を測定する際に企業が定義した計算式、またはリスクを評価する際に業界で使用される枠組み）についての要約を含む。詳細な説明が他のコミュニケーションにより提供される場合もある。(b)統合報告書の情報が組織による他の公表情報に類似、またはこれに基づく場合、統合報告書の情報を当該他の情報と同一の基準により作成、または当該他の情報と容易に調整が可能な形で作成する。KPIが組織の財務諸表またはサステナビリティ報告書における公表情報と類似、または当該情報を基礎とした問題を取り扱う場合、KPIは当該他の情報と同一基準、同一期間を対象として作成する。

④ 一般報告ガイダンス（general reporting guidance）について、報告上の一般事項は以下の様々な内容要素と関連する。重要性のある事象の開示、資本に関する開示、短、中、長期の時間軸（time frames for short, medium and long term）、集約と細分化（aggregation and disaggregation）。

重要性のある事象の開示について、組織は重要性のある事象の性質を考慮し、以下の内容の提供を検討する。(a) 主要な情報の例として事象および組織戦略、ビジネスモデルまたは資本への影響に関する説明。原因と結果についての理解に資する関連する相互作用・相互関係（interactions and interdependencies）。事象に対する組織の見解。事象に対す

る行動および効果。事象について組織が管理可能な範囲。定量的および定性的な情報開示 (quantitative and qualitative disclosures)、これには前期の比較情報および将来期間の目標を含む。(b)事象に関して不確実性が存在する場合に、不確実性に関する開示の例を説明する。将来アウトカム(成果)の幅 (the range of possible outcomes)、関連する前提および前提が説明の通りにならなかった場合、情報がいかに変化するか。期待収益率が期待通りとなる価格変動性 (volatility)、提供された情報に関連する確実性の範囲 (certainty range) または信頼区間 (CI: confidence interval)<sup>(35)</sup> あるいは信頼限界 (CL: confidence limits)。(d)事象に関する主要情報が不確実と考えられる場合にはその事実と理由に関する情報提供。(e)競争優位を失う場合 (loss of competitive advantage)、事象に関する具体的・詳細な内容でなく一般的性質に関する開示。

複雑性、相互関係およびトレード・オフ (trade-off) について、フレームワークは統合報告書により組織がグローバルな資本ストックに与える影響の全てが記録される形で、全ての多様な資本間の複雑な相互関係について網羅的な説明を求めるものではないが、統合報告書において、報告境界の決定に際して考慮する相互関係および長期的価値創造に影響を及ぼす以下の重要なトレード・オフにつき開示されることは重要となる。(a)資本間または資本の構成要素間のトレード・オフ (trade-offs: between capitals or between components of a capital) (例として環境に悪影響を与える活動を通じて雇用の創出)。(b)異なる時点間のトレード・オフ (例としてより大きな資本の増加に繋がる行動には時間を要することから他の行動を選択すること)。(c)組織に帰属する資本と他者に帰属または誰にも帰属しない資本間のトレード・オフ。

短、中、長期の時間軸として統合報告書を作成、表示するに当たり、組織が考慮する将来の時間軸は他の報告形態の場合よりも長期に亘ることが想定される。短、中、長期各々の時間軸の長さは組織の事業、投資サイクル、戦略、

主要ステイクホルダーの正当なニーズおよび関心 (their legitimate needs and interests) を参考にして組織が決定する。各々の期間についてその長さを規定するべき回答は存在しない。時間軸は以下の二つにより異なる。業種またはセクター (自動車産業における戦略計画は通常八年から一〇年に亘る二つのモデルサイクル周期 (model-cycle terms) を対象とし、一方でハイテク業界における時間軸は極端に短い)、ならびにアウトカムの性質 (自然または社会・関係資本に影響を与える一部の事象はその性質から長期的な場合が多い)。報告における時間軸の長さとその理由は、統合報告書に開示される情報の性質に影響を与える可能性がある。例として長期的事象は不確実性に影響される可能性が高く、それらに関する情報はより定性的なものとなる場合が多い。短期的事象 (shorter term matters) に関する情報は定量化、更には金額評価に適している場合がある。しかしながら時間軸毎に事象の影響を開示する必要はない。

集約と細分化について、(a) 個々の組織は各状況に適した情報を提供する集約レベル (国、子会社、部門または事業所など) を決定する。細分化または集約 (disaggregate or aggregate) して報告された情報をもたらす追加的な有用性 (any added meaningfulness)、情報を細分化または集約するために必要な努力のバランスを取ることを含む。(b) 状況により情報集約により意味が大きく失われる可能性があり、特定領域における良い実績または悪い実績が不明瞭となる可能性もある。一方で過度の細分化は情報の散乱をもたらす (unnecessary disaggregation can result in clutter)。その理解に悪影響を及ぼし得る。(c) 組織は上級経営陣およびガバナンス責任者 (senior management and those charged with governance) がいかに組織を経営、監督するかを特に考慮した上で、情報を適切なレベルに細分化または集約する。通常は財務報告の目的において使用される事業別または地域別セグメント (the business or geographical segments) に基づき情報の開示を図ることになる。

#### 4. ガバナンスに責任を負う者による関与ならびに価値創造

国際統合報告評議会（IIRC 二〇一〇年設立）は国際的な新たな枠組の企業情報開示の枠組みを開発するため、二〇一三年四月統合報告フレームワークコンサルテーション草案（コンサルテーション草案）を公表して意見募集を行い、二〇一三年二月九日フレームワークを公表した。同時にコンサルテーション草案に対する回答者の意見から提起された課題に関して BASIS FOR CONCLUSIONS および補足資料である SUMMARY OF SIGNIFICANT ISSUES も公表している。<sup>36</sup>

ガバナンスに責任を負う者による関与（Issue6: Involvement of those charged with governance）に關し、統合報告書においてガバナンスに責任を負う者の表明書を要求事項として追加するべきとの意見が寄せられ、IIRCの対応としてフレームワーク（一・二〇）に要求事項としてガバナンスに責任を負う者が統合報告書に關して責任を有する旨の表明書を含めることとした。統合報告の普及が遅れかねないという懸念よりも、統合報告書の信頼性が損なわれ、統合報告の活動自体の信頼が失墜することを危惧したためとされる。

エンロンの不正会計事件の教訓から内部統制強化、監査人の独立と行動規範の厳格化を規定した二〇〇二年米国サーベンス・オクスレー法（Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 企業改革法）二〇二条（財務報告における会社の責任）において、CEOとCFO（最高財務責任者）がSEC（証券監視委員会）に提出する年次報告書、四半期報告書に宣誓する義務が規定されている趣旨と軌を一にしよう（私見）。

また作成・開示および保証の基準（Issue 7: Suitable criteria for preparation, presentation and assurance）として、フレームワークでは内容要素として新たに作成と開示の基礎（四H：四・四〇―四・四八）を追加し、重要事項の定量化や評価

の方法、重要性の決定プロセス、報告境界とその決定方法についての以下の記載を求めている。重要性決定プロセス・適合性を有する事象について重要性を評価し、重要性を有する事象の優先付けについてのプロセスの記載（四・四二）。報告境界および報告境界がどのように決定されたか・組織および組織に重要な影響を及ぼす団体・ステークホルダーに関する重要な機会・リスク・実績は報告情報に含める（四・四三―四・四五）。重要事象がいかなる方法で測定・評価されたか（適用された会計基準、評価に使用した外部の基準、業界で使用されている指標等）（四・四七―四・四八）。

フレームワーク上の基準は監査における明細な作成・開示基準を規定するものではなく、統合報告書の開示情報・報告境界の決定方法、情報の測定・評価に用いた指標等が具体的に何かを記載することに主眼が置かれ、比較可能性を考慮し、組織の状況により判断して記載することになる。

価値・価値創造および資本 (Issue 5: Value/value creation and capitals) について、その意味合いあるいは内容、定量化の必要があるかについて、IIRCの対応としては価値の構成要素は個々の組織の状況により異なり、特定の観点から価値の定義を行なわないこととした（価値創造の概念についてフレームワークの二・四―二・六に説明を追加）。創造される価値には次の二種類がある。①組織そのものの価値、②他者への価値（ステークホルダーや社会）（二・四）。財務資本提供者は①と共に組織の価値を高めることができる②も関心がある（二・五）。組織そのものの価値創造は他者への価値創造と結び付き、他者との取引、組織外での活動、社会の関係構築等により組織自体の価値が高まる（二・六）。

組織の価値創造は、組織そのものに直接影響するもの（売上額や製品製造数等）のみならず、他者への価値（組織の工場周辺の環境整備によりコミュニティーの関係を良好に保ち安定した製品生産が可能となる等）も含む。価値および価値創造を全て定量化する必要はないとのコンサルテーション草案における考え方を再確認し、価値評価は報告書の利用者



が判断するものとしている。

Ⅱ・企業のESGリスクとエンゲージメントの関わり―二〇一五年英国現代奴隷法のコモンセンス・アプローチと  
域外適用リスク、人権デュー・デイルジェンスの交錯―

### 1. 企業のESGリスク

上場企業はESG（環境・社会・ガバナンス）リスクの対処が求められ、他方GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）による責任投資原則の署名、コンダクトリスクに関する規制強化を受け、投資家・金融機関に対しても責任ある投資の要請が高まっている<sup>37</sup>。

ESGに関する課題が不十分な企業に対する法令違反・レピュテーションリスク（ESGリスク）が認識されつつあり、海外からの規制強化ならびに域外適用、更にコーポレート・ガバナンス・コード（CGC）、スチュワードシップ・コード（SWC）、両コードにおいて求められるエンゲージメント・対話との関わりも検討課題となる。CGCに基づく上場企業に対する社外取締役増員要請は、ESGリスク、不祥事防止の取組みを一層要求するものとなり得る<sup>38</sup>ことが指摘される。

CGCにおいても、基本原則二、原則二―二、原則二―三、同補充原則、基本原則三などでESG課題への対処、CSRへの取組みの必要性が窺える。原則二―三補充原則では、取締役会はサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一分であると認識し、適切に対処すべきことが規定されている。更にCGCではESGのうち、ガバナンス(G)に関する開示事項の範囲が拡大されているといえよう（原則一―四、原則一―七、原則三―一、補充原則四―一①、原則四―八、原則四―九、補充原則四―一①②③、補充原則四―一四②、原則五―一）。

## 2. 欧米におけるESG関連の法規制―二〇一五年英国現代奴隷法のコモンセンス・アプローチ、域外適用など―

### （1）欧米におけるESG関連の法規制強化と二〇一五年英国現代奴隷法

欧米ではガバナンス分野に限らず、サプライチェーン全体を通じてESG情報の開示を義務付ける法規制が導入されている。二〇一三年米国紛争鉱物規制開始、二〇一四年EU非財務情報開示指令採択、二〇一五年英国現代奴隷法採択等により、自主的取り組みであったCSR調達が法的義務ないしは準じる義務へ引き上げられつつある。ハードローとソフトローの接近といえようか（私見）。

背景には二〇一一年国連ビジネスと人権指導原則採択を通じ、法的責任・国内法令遵守を超えた前国家的・普遍的上位概念として企業活動における人権尊重責任が位置付けられたことがある。他方、CSRは企業の法的責任を超える倫理上の責任とされる。

二〇一五年三月英国現代奴隷法 (Modern Slavery Act 2015) は、業種を問わず、一定規模の売上の企業に対し、強制労働・人身取引に関する開示を法的に義務付けている。現代奴隷が存在しないことを確実にするための手続に関する声明を毎年度行うことを要求し、手続を取っていない場合にはその旨の声明を要求する（同法五四条）。

#### （イ）英国現代奴隷法のコモンセンス・アプローチと域外適用

二〇一五年一〇月には内務大臣が同法五四条九項に基づき、サプライチェーン等における現代奴隷法透明性実務ガイド (Transparency in Supply Chains etc. A practical guide) を発出し、二〇一六年三月を年度末とする企業が最初に二〇一五―一六決算年度に関する声明を発表することが要求され、決算年度末から六か月以内の報告が推奨されている（実務ガイド八・四）。

本邦企業も英国で事業の一部を行う場合、同法の域外適用リスクが生じる。適用範囲（同法五四条三・四項および実務ガイド3章）につき、（1）英国で事業の全部または一部を行い、（2）商品またはサービスを提供し、かつ（3）世界全体で三六〇〇万ポンド（約六〇億円）以上の年間売上を有する、（4）商業組織（Commercial Organization）が対象とされる。英国で事業の全部または一部を行っているかは一般常識に基づき判断される（commonsense approach）（実務ガイド三六、二・七）。規制当局の裁量範囲が大きいといえる。

英国で明白な事業の実体（demonstrable business presence）を有していない企業は、一般常識に基づく判断の観点から本条は適用されない（実務ガイド三・八）。実務ガイド三・八は、子会社は親会社および他のグループ会社とは完全に独立して活動し得ることから、英国子会社を有することのみをもって親会社が英国で事業を行っていることを意味しない旨規定しているが、英国子会社が親会社から独立性を有していない場合、本邦親会社も英国で事業の一部を行っている<sup>(40)</sup>とみなされる危険性がある。

個々の事例の事実に即して最終的には英国の裁判所が判断することになる（The courts will be the final arbiter）。即ち、内務省実務ガイドによれば基本的にコモンセンス・アプローチ（common sense approach）により判断され、英国において明白な事業実態を保有していない（do not have a demonstrable business presence in the United Kingdom）組織体には本条項は適用され<sup>(41)</sup>ない。英国贈収賄防止法のガイダンス第七条五項（UK Bribery Act 2010 guidance Section 7: Failure of commercial organisations to prevent bribery）においても同様の記述がなされるところであり、<sup>(42)</sup>英国贈収賄防止法に関する議論同様、域外適用のリスクは皆無とはいえないこととなろう。

英国に駐在事務所または支店を有する本邦企業は英国国内で事業の全部または一部を行っている（carrying on a

business or part of a business) ことになるが、英国子会社を有するのみでは本邦本社は原則として該当せず、他の要素と重ねて該当する可能性が生じるといえる。英国子会社単独では該当することは当然である。売上高は子会社・事業<sup>(43)</sup>の分も含めて計算され、業者間割引 (trade discount) 付加価値税 (value added tax) ならびにその他諸税を控除後の金額となる。他方フランチャイズ形式 (Franchise models) では、フランチャイザーとフランチャイジーは別個独立の組織体であり、親子会社関係でもなく売上高は別個に算定される (実務ガイド三・二項、三・三項、三・九項、三・一〇項)。<sup>(44)</sup>

(ロ) 英国現代奴隷法の情報開示

次に、こうした商業組織 (commercial organisation) が求められる情報開示・報告 (A slavery and human trafficking statement for a financial year) は (法五四条四項)、(i) 自社事業およびサプライチェーンにおいて、奴隷労働 (隷属状態および強制労働を含む) ならびに人身取引が派生しないことを確保するために前会計年度中にとった措置、または (ii) かかる措置をとらなかったことである。

サプライチェーンにはチェーンに連なる子会社のみならず、英国内外で事業活動を行う第三者が含まれ、英国外で事業活動を行う子会社も包含される。現在奴隷法がサプライチェーンの範囲を限定せず、大手チェーンが多国籍・多層化していることに鑑みれば本邦企業において適切な情報開示を行うことは容易でないと<sup>(45)</sup>思料される。

同法において開示が期待される六つの要素 (法五四条五項) は以下の通り。<sup>(46)</sup> (a) 企業の組織、事業およびサプライチェーン、(b) 奴隷労働および人身取引に関するポリシー、(c) 自社の事業およびサプライチェーンにおける現代奴隷に関するデュー・デリジエンスプロセス、(d) 現代奴隷が発生しているリスクのある自社の事業およびサプライチェーンの部分および企業がリスクを評価・対処するために実施した手続、(e) 適切と考える業績評価指標で測定された、自

社の事業またはサプライチェーンで現代奴隷が発生していないことを確認する方法の実効性、(f)従業員に対する現代奴隷に関する研修ならびに能力工場（キャパシティ・ビルディング）。実務ガイドは開示の前提としての現代奴隷に関するデュー・デイリジェンスプロセスの方法に関して解説し、内容は国連指導原則に基づく人権デュー・デイリジェンスを踏まえている。こうした情報を報告することが実務上の基準になることが予想される。

対象企業内の承認手続きとして、上記報告内容につき取締役会の承認ならびに取締役の署名が求められる（同法五四条六項(a)）。取締役としては本邦企業であれば代表取締役、日系の英国企業であれば *managing director* が想定される。罰則として、対象企業が報告を怠る場合、英国内務相（*the Secretary of State*）は英国高等法院（*the High Court*）に同法の遵守を求める強制履行命令（*an injunction*）の発出を申し立てることができる（法五四条一一項）。命令に従わない場合は法廷侮辱罪（無制限の罰金刑）（*contempt of a court order, which is punishable by an unlimited fine*）に問われる（実務ガイド二・六項）。

このように同法は対象範囲が広範囲でエンフォースメントも強く、本邦企業としてもガバナンス・CSRに関する最新の国際的規範・基準の動向を踏まえてコンプライアンス内部通報制度、グループガバナンス体制整備の一体的な充実を図ることが急務となろう。

## (2) 二〇一四年EU非財務情報開示指令

二〇一四年EU非財務情報開示指令では、広範なESG分野に関して情報開示を要求される。適用対象は、従業員五〇〇人超の公的な利益を有する企業（上場企業・金融機関）に対し年次報告書における開示を要求する。開示分野は、(i) 環境・社会および従業員に関する事項に加え、(ii) 人権に対する尊重、(iii) 腐敗・贈賄防止に関する事項につ

いても開示分野を拡大する。開示事項は、(i) 上記分野に関する会社の方針、(ii) これらの方針の結果、(iii) 上記分野に関連するリスクおよび会社によるそれらのリスクへの対処方法、(iv) 重要業績評価指標（KPI）（サプライチェーンに関する情報も含む）である。開始時期は、二〇一六年二月六日までにEU各国において国内法化の必要があり、ガイドラインが二〇一六年二月六日までに欧州委員会より発表される予定である。指令に基づく開示は国内のフレームワークに基づくことが許容されるが、ドイツはジャーマン・サステナビリティ・コードを既に発表している。

非財務情報開示に関する国際基準について、既に本邦企業を含む多数のグローバル企業がこうした基準に基づき開示を行っている。我が国も二〇一五年一月から金融庁ディスクロージャーワーキング・グループにおいて「ガバナンスや中長期計画その他の非財務情報の開示」を検討課題の一つに挙げている。他方で規制ギャップも指摘され、我が国企業は欧米との規制のギャップがあり、我が国に非財務情報の法定開示がないことはESGリスク対応やESG情報開示に関する企業の取組みを遅らせる一因となりかねない。我が国の投資家においてもESG情報を重視し始めていることが窺える<sup>47)</sup>。

欧州ではESG投資に関して、ESGリスクの高い企業は投資対象から排除される危険性がある。European SRI Study2014によれば約半数の金融機関がESG投資を採用し、ExclusionがESGの手法として機関投資家の運用資産の四一％に採用されている。

Exclusionは、ESGの観点から問題がある企業・業界をポートフォリオから除外する（ネガティブスクリーニング）。その他、Norm based screening（国連グローバルコンパクト・OECD多国籍企業ガイドラインなどのESG規範に準拠する手

法)、ESG Integration (アセットマネジャーにおいてシステマチックなプロセスや適切な調査源に基づき金融分析や投資判断においてESGに関するリスクや機会を含めて評価を行う手法)、Engagement and voting (投資先企業に対するESG課題に関して建設的な対話(エンゲージメント)や議決権行使を通じて働きかけを行う手法)がある。Engagement and votingは、スチュワードシップ活動として行われることが多い。

### 3. ESG投資とコンダクトリスク

ESG投資とコンダクトリスクに関して、リーマン金融危機を契機にコンダクトリスクが金融機関のみならず金融市場全体に影響を与えることが認識されている。金融機関の不適切な行動により、金融機関や金融市場に対するステイクホルダーの信頼が損なわれることがシステミックリスクを生じさせる怖れがあることが認識され、リスクカルチャアの醸成、リスクガバナンスの構築が求められている。

G20傘下の金融安定理事会(FSB)も、コンダクトリスクの対応の必要性に言及し、FSBが発表した「効果的なりスクアペタイトフレームワークのための原則」(二〇一三年)において「マネーロンダリングおよび倫理に反する実務と共に、レピュテーションリスク、コンダクトリスク等の計量化が困難なリスクもリスク管理において考慮すべき旨を規定している。

英国FCA(金融行動監視機構)はコンダクトリスクに対する監督を強めており、FCAは毎年コンダクトリスクを中核とするリスクの概況としてFCA Risk Outlookを発表し、監督方針としてFCA Business planを発表して優先的にモニタリングを行うリスク分野などを公表している(二〇一五年以降は両文書を合体)。英国FCAはコンダクトリスクについて明確な定義を行っておらず、広い規制・監督の裁量を残している。

FCA Risk Outlook 2013はコンダクトリスクを高める要素として、固有の要素では情報の非対称性、消費者のバイアス・能力不足、組織・行動に伴う要素では利益相反、企業文化、競争の不足、環境に伴う要素では経済・市場のトレンド、技術進歩、規制・政策の変化などを挙げている。Business Plan2015/2016は、企業行動に関するリスクとして企業文化・消費者行動・利益相反・金融犯罪・不公正取引などの項目を掲げる。

金融片も金融機関のコンダクトリスク対処への関心を強めていると推察される。平成二六事務年度金融モニタリング基本方針、平成二七事務年度金融行政方針における重点施策として「6. ビジネスモデルの持続可能性とガバナンス態勢を検証」、「7. 顧客の信頼・安心感を確保するため、情報セキュリティの確保、インターネットバンキング不正送金、サイバー攻撃等への対応状況、業務継続体制の整備、反社・マネーロンダリング対応等の取組みを検証」する。ESG投資とコンダクトリスクについて、金融機関のコンダクトリスク対処は金融機関によるESG課題対応とも位置付けられる。

ESGリスクへの対処としてリスクベースアプローチにより高リスク分野への重点的な対応が有効とされる。リスクベース・アプローチは外国公務員贈賄規制、マネーロンダリング対策規制、金融制裁規制などコンプライアンス実務における重要な手法となり、ビジネスと人権に関する指導原則二四もリスクベース・アプローチを明記する。非財務情報開示の実務ではマテリアリティが重要原則とされ、リスクベース・アプローチと整合する。

今後は投資先企業のESGリスクへの対応として、自主規制を超えた広義のコンプライアンスとして幅広いステークホルダーへの配慮が求められ、従来の法令遵守を超える領域の不適切な行動（コンダクト）といったグレーゾーンへの対処が重要となり、攻めのガバナンスとの接点となろう。



#### 4. 責任投資の実際―議決権行使との関係など―

かかる責任投資のフローの実際として、①アクティブな株式投資の場合、ESG要因を考慮した投資先企業選定、ならびに対話としてのIR（インベスター・リレーションズ）ミーティングを行うことで銘柄選択を行い、付加価値を追及し、投資リターンの向上が得られれば投資決定を実行するが、得られなければ投資を行わない。②他方、パッシブな株式投資では、ベンチマークの全銘柄に対する持ち切り方針の投資（バイアンドホールド）を行い、SR（シエアホルダー・リレーションズ）ミーティング等<sup>(48)</sup>を経て $\beta$ （ベータ）リスク<sup>(49)</sup>の向上を図る。ESG責任投資としてみれば、投資先企業が対応すれば機関投資家における投資リターン向上・超過収益獲得のみならず、株式市場全体のリターン拡大にも資することとなる。ここで投資先企業側の対応が図られなければ、機関投資家は行使方針に従って株主総会において議決権を行使し、対応を促していくことになる。

こうした責任投資の一環として対話・エンゲージメントがあり、その内容もアクティブ投資では超過収益の源泉、パッシブ投資では長期投資家の視点で投資先企業・株式市場全体の実効性を高めることに主眼が置かれることとなる。投資家においては株主総会における議決権行使にとかく議論の重点が置かれることが多いが、株主総会の出席あるいは議決権行使に限定されず、スチュワードシップ・コードの実践により投資家サイドにおける投資の考え方の局面が大きく変化することとなり、投資先企業におけるコーポレート・ガバナンス・コードの実践、攻めのガバナンスの取組みと合わせて日本経済の転換、成長戦略の実現を目指すこととなる。

## 第六章 グローバルな機関投資家等の株主総会への対応と会社法制 — 実質株主との対話・エンゲージメント作りと法的論点 —

### I. グローバルな機関投資家等実質株主との対話・エンゲージメント作り

以下では、スチュワードシップ・コードの適用を受ける機関投資家等の投資家サイドに関して、グローバルな機関投資家等の株主総会への対応を考察していきたい。対話の場としては株主総会に限定されるものではなく、エンゲージメント形成に向けて検討領域は大きく拡大してきたこと、議決権自体は主としてアクティブ投資において行使されることなどを述べた。他方で、株主総会の出席あるいは議決権行使は依然として株主と経営陣の対話においては重要な役割を有している。特にグローバル機関投資家においては、信託銀行口座等を通じた実質株主との対話・エンゲージメント作りが焦点となる。必ずしも議決権行使のみならず、対話の貴重な機会である株主総会にスチュワードシップ・コードに沿って実質株主が対話・エンゲージメントに加わることが望まれ、企業価値向上に向けた実質株主の総会出席に関する法理論の整理と理解などが重要となる。

前項では責任投資の実際として、議決権行使との関係などのフローの一例を示してきたが、二つのコードの実践段階への進展と共に、アクティブ投資あるいはパッシブ投資について今後は必ずしも明確に各フローの流れが区分できるものではなく、議決権行使に関しても対話・エンゲージメント形成に向けた役割部分が拡大し、責任投資全体として一元的・同質化するベクトルが働くようになるのではないか（私見）。

その観点から、従来はとかく活動的な機関投資家であるアクティビストに焦点を当てて、株主総会における経営陣

提案の議案に対する反対投票の基準策定として議決権行使ガイドラインが意識されてきたが、今後は二つの日本版コードの導入に合わせ、株主総会出席も含めた経営陣との対話形成に向けたグローバル機関投資家全般を念頭に、実質株主に対する基準策定の重要性が増大していこう。

経済産業省策定の「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」（二〇一五年四月二三日）では、名義株主となっていない機関投資家等で株主総会に出席する合理的な理由が認められる者が名義株主から代理権の授与を受けて株主総会への参加を望む場合の考え方や対応についての検討が期待されること、関係団体等において実務上の対応についてのガイダンスの策定が望まれることが述べられている。

二〇一五年六月三〇日閣議決定「日本再興戦略」改訂二〇一五<sup>(50)</sup>においても、名義株主以外のグローバル機関投資家等が株主総会に参加する上での企業の基本方針作りを円滑化するため、関係団体等におけるガイダンスの本年末までの策定を促すことが述べられている。以下では、グローバルな機関投資家等実質株主との対話・エンゲージメント作りに関して、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」（二〇一五年一月二三日）の内容を中心にみていきたい。

企業と投資家との建設的な対話を通じ、持続的な企業価値向上が図られると考えられ、両者が中長期的視点から企業価値および資本効率を高め、持続的成長を促す「目的をもった対話」を通じて認識の共有、問題の改善に努めることの重要性が認識される。株主総会は企業経営陣が業績、課題や中長期的な経営戦略を直接株主に語ることができる株主と企業の間での対話の貴重な機会となる。株主総会における機関投資家等との対話の活性化は、機関投資家等が形式的な議決権行使を行うデメリットも予防する効果が期待される。

上場会社は株主総会基準日において株主名簿に記載されている株主（名義株主）を把握することができるが、信託口を通じて株式を保有するような場合、受託者の背後で議決権行使の指図をする委託者等を把握することはできない。株主判明調査も行われているが、機関投資家等による株主総会への出席要請、機関投資家等と企業の交渉は名義株主の背後の委託者等を知ることのできる機会にもなる。

名義株主でないグローバル機関投資家等の株主総会への出席については、実務的取扱いは確立しているとはいえない。株主総会は会社法上の法定の決議機関であり、株主総会に法的に出席できない者は出席して質問や議決権行使等をすべきでない。株主数が多数に及ぶ場合、議決権行使状況の正確な把握、円滑かつ安定した株主総会運営の要請等の観点から名義株主制度が設けられ、名義株主とならないグローバル機関投資家等が株主総会に出席することについて、株主総会の法的性格等を踏まえ許容される範囲、条件等についての法的な考え方を整理することが求められる。

株主は代理人により議決権を行使できる（会社法三〇条一項）が、上場会社において代理人は株主に限る旨の定款規定が置かれることが多く、定款規定は株主総会が株主以外の第三者による攪乱の防止、会社の利益保護の趣旨から法的にも有効な制約であると考えられる（最判昭和四三年一月一日民集三三卷二二四〇二頁等参照）。名義株主でないグローバル機関投資家等の株主総会出席を検討するに当たり、定款規定との調整も論点となる。

## Ⅱ．グローバル機関投資家等の株主総会出席の方法とエンゲージメント・対話形成

議決権代理行使の定款規定、議決権の不統一行使などの会社法規律等を踏まえて、グローバル機関投資家等が上記の定款規定が置かれている上場会社の株主総会に出席するルートとして以下の(a)、(b)、(c)、(d)の四つが想定され、今後の検討が進められる。

(a) 株主総会の基準日においてグローバル機関投資家が一単元以上の株式の所有者となり、一〇〇単元の名義株主の名義株式に係る代理権を授与して総会に出席する方法である。

利点として、代理人資格を名義株主に限定する定款規定の下でも代理人となることができることは明らかであり、法的安定性が高い。留意点として、議決権行使の基準日時点で一単元以上の名義株主であることが必要となる。外国人機関投資家では、管理上の問題、利益相反を理由に名義株主にはなれないという指摘もある。

(b) 会社側の合理的裁量に服した上で、株主総会の当日に株主総会を傍聴する方法である。機関投資家等は株主総会前に議決権行使を行っており、決議の可否は事前に判明していることが多い。<sup>51)</sup>

利点は、株主総会参加により経営者の振る舞い・姿勢等の非言語情報を得られ、議決権行使でなく株主総会の状況等を把握を求める場合に活用できる。定款規定の例外に当たるか否か、また議決権の二重行使の処理の問題も生じない。留意点として、総会における議決権行使・質問等の株主権行使はできず、傍聴の可否等は会社側の合理的裁量に服する。

(c) 判例法理で示される解釈に従い、株主総会に出席すべき特段の事情を発行会社に証明し、名義株主の代理人として総会に出席する方法である。特段の事情としては、グローバル期間投資家による議決権の代理行使を認めても株主総会が攪乱され会社利益が害される怖れがないこと、議決権の代理行使を認めなければ議決権行使が実質的に阻害されることとなる等が想定される。利点は、議決権行使の基準日時点で一単元以上の名義株主ではなくとも定款変更を経ることなく出席が認められる。留意点として、特段の事情の解釈等が必ずしも明確でなく、法的安定性の面で課題が残る。

判例では、代理行使を認めても株主総会が攪乱され会社利益が害される怖れがなく、却ってこれを認めないと株主の議決権行使の機会を事実上奪うに等しく不当な結果をもたらす場合、非株主を代理人とした議決権行使が認められる（最判昭和五一年二月二四日民集三〇卷一〇七六頁。県、市、株式会社が職員または従業員を代理人として株主総会に出席させる事案）。その他、重病で入院中の個人株主が親族を代理人とする場合（大阪高判昭和四二年八月八日下民集一七卷七―八号六四七頁）<sup>52</sup>、未成年者の法定代理人である親権者の場合、常任代理人の場合が例示される。

投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）一〇条二項は、代理人の数に関する会社法三一〇条五項の適用を排除し、投信法一〇条の適用を受ける投資信託の委託者に該当する場合、名義株主でない委託者指図型投資信託の委託会社である機関投資家は、名義株主の代理人として総会出席が許容されると解される。<sup>53</sup>

今後の問題点として、グローバル機関投資家等には投信法一〇条の適用を直接には受けませんが、忠実義務（金融商品取引法四二条一項二号）ならびに善管注意義務（同条二項）に服した投信法一〇条の投資信託に準じた構造を有するものが少なくなく、出席が認められる特段の事情について解釈の蓄積が待たれる。<sup>54</sup>

議決権行使は共益権であり、適正な議決権行使の確保は他の株主の利害にも重要となるため、特段の事情の判定に当たり適正かつ正確な手続を経る必要がある。特段の事情の要件を充足すること等について、名義人から一定の証明書を得る必要がある。委任状合戦（proxy fight）が生じている総会において総会検査役等が選任されている場合、グローバル機関投資家等の出席について個別調整が図られることになり、発行会社と機関投資家間で建設的対話・エンゲージメント等が積み重ねられ、発行会社が特段の事情について適正な判断が行える場合は柔軟な運用も考えられる。一般的な委託者指図型投資信託では議決権行使の指図権者は委託者、委託者非指図型投資信託では議決権行使者は

名義株主となる。投資顧問付特金・投資一任等では契約によるが指図権者は委託者であることが多く、委託者には善管注意義務がある。自主運用特金等では受益者が議決権行使の指図を行う。匿名組合、私募の組合型ファンド、合同・単独運用指定金銭信託では一般に議決権行使者は名義株主となる。

総会出席による議決権行使は、出席株式についての従前の書面投票等の議決権行使結果に優先することになるが、紛争予防等の観点から、グローバル機関投資家が総会に出席して議決権を行使する名義株式について、排他的に議決権行使権限が帰属していることの確定が必要とされる。

(d) 発行会社が定款規定を変更して、実質株主であるグローバル機関投資家が名義株主の代理人としての総会出席を認める方法である。利点としては、定款変更手続を経るため定款自治に基づく株主意思も明確となり、③における特段の事情に係る不確実性等と比較して、明示的に定款規定の例外として定め、総会出席できる範囲を明確にでき法的安定性が高い。また広い範囲で総会出席を認めることができる。留意点は、定款変更決議が必要なこと、対象の機関投資家の範囲および必要書類は定款の授權を受けた株式取扱規程で定めることとなり、具体的な規定について各社で検討が必要になる。

(a)、(b)では会社側の対応は容易となるが、法的安定性については(b)、(c)、(d)の順に低下することになる。

## 第七章 株主総会のグローバル化対応と活性化議論ならびにエンゲージメント

### I. 株主総会活性化とスチュワードシップ・コードの融合

日本版スチュワードシップ・コード導入は、国際的展開を図る企業において株主総会のグローバル化対応と一体の

ものとなる。コードについて株主総会のグローバル化、更に株主総会活性化の観点から関連づけてみたい。株主総会の役割と活性化についてはコーポレート・ガバナンスの議論と絡めて議論が重ねられてきたが、二つのコードの導入により大きな転換点に当たり、新段階に入ってきたといえよう。ガバナンス改革を要求し、議決権行使により会社提案の議案に反対票を投じる海外機関投資家・アクティビストの動向を受けて近時株主総会が具体的な議決権争奪、委任状合戦(proxy fight)の場となりつつあり、株主総会の形骸化とは対照的な方向が現出してきているところ、更に総会自体の本来的な決議機関の復活ならびに対話の場の一部としての機能が改めて見直されることになる。他方、取締役の説明義務の限定を図る考え方からは報告事項に関する質疑の説明義務は付属明細書程度に留まり、総会運営方法の選択として決議事項先議の考え方にも繋がる旨が指摘されている<sup>55)</sup>。

我が国企業の課題の一つはグローバル化対応であるが、組織行動面のグローバル化対応としてガバナンスの質の向上が求められ、日本的な組織行動の象徴であり続けてきた株主総会を如何に活性化・改革するか、具体的には株主との対話の場の提供として平時における株主と経営陣の対話・エンゲージメント形成の一環あるいは端緒になり得るかが問われている。株主総会に関しては従来形骸化したため不要論、他方で様々な観点からの活性化論が起こされてきたが、海外機関投資家による敵対的買収とこれに対する防衛策導入等から総会機能が軽視されることはなくなりつつある段階といえるが、ダブルコード導入から上記の意味合いも加わり、一層の活性化議論が進んでいくものと思料される(私見)。

スチュワードシップ・コード導入、グローバル化対応の課題と対応は、従来の株主総会活性化論議<sup>56)</sup>の中では情報開示、コミュニケーションの場としての機能を重視する見解、加えて折衷的・新機能付与論と称する議論と方向性が合



致しているといえる。総会不要論からの脱却、株主総会の機能活性化の方向性と親和し、情報開示あるいはコミュニケーションの場の機能を加えた多面的な新たな総会のあり方が問われる。コード導入と市場対応型の新しい方向性に重きを置く考え方との融合と位置付けられよう。

即ち株主総会のグローバル化を必要とする背景・事情には、①外国人株主の増加があり（二〇一二年東京証券取引所などの調査では外国法人等の株式保有比率は二八％）、株主属性として最大のステイク・ホルダーとなっている。②外国人株主の議決権行使行動には議決権行使助言会社ならびにその発出するガイドラインが大きく関わる。アクティビスト機関投資家による会社提案議案の否決が増加し、増加傾向にある株主提案への対応は企業法務の重大な問題となっている。対話の実現に向け、会社法改正によるコンプライ・オア・エクスプレインのルール導入、スチュワードシップ・コード導入（二〇一四年二月二六日）の動きに合わせた企業実務の具体的な対応が求められている。

かかる視点から普段の株主と経営陣の企業価値向上、持続的成長に向けた対話・エンゲージメントの一環として総会が位置づけられる。第一に、近時はアクティビストと経営陣が中期計画等に関する他の株主に対する賛同を求め、委任状合戦、議決権の争奪などが活発化している。総会前、総会当日の議論も踏まえて株主が議決権行使の判断を行うことになり、防衛策の機能が発揮される最終局面ともなる。第二に、対立型の側面からの総会機能活性化に加えて、対話・エンゲージメントを通じた中長期的企業価値向上のスキーム形成の一場面として情報開示、コミュニケーション等を含め、本来的な総会の最高決議機関としての機能が見直されることになる。新たな多機能、新機能付加論といえよう（私見）。

## Ⅱ. まとめにかえて—エンゲージメントとソフトロー、ガバナンス改革—

コードにおける攻めのガバナンスではステイクホルダーへの配慮が強調され、中長期的な企業価値向上を目標に ESG 投資と統合報告、海外機関投資家による議決権行使、更には英国現代奴隷法ならびに人権デュー・デイルリジェンスなど包括的視点からの考察が重要となり、第一義的には自主的な取締役会評価などの PDCA サイクルの取り組みが求められることになる。

ダブルコードを通じて、企業の株主と経営陣の関係は従前の対立・緊張関係から協調して中長期的な企業価値向上と持続的成長を目指すべきものに変容しつつある。株主総会の機能あるいは活性化に関する議論にも、コーポレート・ガバナンスの議論の進展と併せて大きな変化をもたらすものとなる。議決権行使にしてもアクティビストを念頭にした会社提案の社外取締役に賛否を唱える一環として議決権助言機関である ISS 等からガイドライン、助言の提供を受け、会社側に情報開示を求めるといったこれまでの対立型手法とは大きく変化し、コード導入によりコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチが導入され、上場会社、機関投資家ともにコーポレート・ガバナンスに対する取組み姿勢、説明のあり方に影響が出てくることが考えられる。あるべき望ましい実務慣行としてのベストプラクティスを示しつつ、当事者の実態に応じ実施できる範囲で対応すればよく、実施できない場合に理由を説明すればよいとの対応は、異なる企業文化を相互に許容することにも繋がる。攻めのガバナンス体制の強化として、①中長期的な企業価値向上のためのインセンティブ創出、②取締役会の監督機能の活用、監督機能を担う人材の流動性の確保と社外取締役の役割・機能の活用、④具体的な取組み（プラクティス）と制度整備が求められ、機関投資家側も全ステイクホルダーのために議決権行使を行い、対話重視型、コミットメント形成の姿勢が求められる。アクティビス

トである機関投資家による株主総会における議決権行使活動は、スチュワードシップ・コード、コーポレート・ガバナンス・コードが求める対話・エンゲージメント行動の中の一つの場面に過ぎないことが理解される。全ステイクホルダーを念頭に置きESG責任投資、統合報告書など非財務情報の重要性、ガバナンスとリスクマネジメントの一体的把握が一層増すことに繋がる。グローバルな機関投資家等の株主総会への対応と法的論点について、背後の実質株主との対話・エンゲージメント作り、実質的な議決権行使の課題も生じる。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が新めて問われ、取締役会構成、取締役会の運営・評価として取締役会の実効性評価（BE）の重要性が増加する。

株主総会とエンゲージメントならびに最適資本構成など資本・ファイナンス政策も考察課題となり、株主総会の活性化あるいは機能に関する議論に大きな影響を与えよう。今後の会社法制などハードローへの影響も考えられる。ソフトローはハードローで対処しがたい領域をプリンシプルベース等で柔軟に対処せんとするものであるが、ハードローへの揺り戻しにも繋がる。従来と異なるソフトロー発展の新局面に入りつつあると思料される。

海外機関投資家も含めて株主に係る議決権行使のあり方を検討したが、コードの求めるエンゲージメントは議決権行使に限らない。中長期的視点の持続的成長には平時の関係作りのウェイトが高まり、総会改革に関しても企業側、制度設計共に従来と観点を変えて取り組むことが求められる。議決権行使も通過点の位置づけとなり、会社提示の議案の検討のみならず普段の企業戦略、経営方針を踏まえた機関投資家のプラクティスの発現の場となる。議決権行使助言会社の発するガイドラインなどにも影響を与え、単なる反対票の基準、プロクシー・ファイトの手法等に留まらず、中長期的視点に立った助言を如何に凶るかが問われる。ガバナンスに関する議決権助言会社自身に対しても自主

的なガバナンス規律付けが求められ、あるいは競争環境に曝されることになる。ダブルコードの本格的履践を通じ、歴史的にもガバナンス改革の第三段階<sup>57)</sup>に入りつつあることを示している。

またコードに記載のないグループガバナンスに関して、IT活用により革新的金融サービス事業を行うFinTech台頭により金融持株会社としての構造を如何に考えるかという新たな課題も生じている。IT関連企業と合弁子会社形態で事業を行うが、少数株主が存在し企業カルチャーは大きく異なる<sup>58)</sup>。リスクマネジメント、コンプライアンスを含めた金融グループの経営管理、会社法の視点から持株会社の指揮命令権限、子銀行取締役の任務懈怠責任のあり方などが再検討され、銀行主体の縦割りのガバナンス構造のみでなく、経営形態の多様化<sup>59)</sup>に応じ業務横断的で広範なガバナンスを考えていく必要があるだろう。

- (1) 金融庁「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」(二〇一五年二月五日)、金融庁「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」(二〇一四年二月二六日)。東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備について」(二〇一五年三月五日)。
- (2) 拙稿「英国スチュワードシップコード、コーポレート・ガバナンス・コードの理論と実践―英国における新たなガバナンス規範と非業務執行取締役ならびに我が国の導入に向けて―」法学紀要第五六卷(二〇一五年三月)三五―一四〇頁。
- (3) 神作裕之「ダブルコード適用下のコーポレートガバナンスにかかわる制度面の動向」参照。武井一浩「攻めのガバナンスへの実務対応と上場企業法制上の論点」東京大学第五〇回比較法政シンポジウム『ダブルコード時代の攻めのコーポレートガバナンス』(二〇一六年三月二八日)。

- (4) 「日本再興戦略 改訂二〇一五（平成二七年六月三〇日）」、金融審議会ディスクロージャーWG第二回参考資料。
- (5) 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」上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（平成二二年六月一七日）。
- (6) 金融審議会ディスクロージャーWG第四回事務局資料（平成二八年三月一四日）。
- (7) 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」（平成二七年一月一三日）  
一―二二頁。
- (8) 金融審議会ディスクロージャーWG第二回・第四回資料、日本公認会計士協会「開示・監査制度の在り方に関する提言」（二〇一五年一月四日）。
- (9) 経済同友会「企業と投資家の対話促進に関する意見」（二〇一五年二月）。
- (10) 金融審議会ディスクロージャーWG第三回事務局資料（平成二八年二月一九日）。
- (11) 黒田嘉彰・経済産業省産業組織課長補佐「経営陣への適切なインセンティブ付与に向けた取組について」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演（二〇一六年五月二五日）。
- (12) 経済産業省「コーポレート・ガバナンスの実践―企業価値向上に向けたインセンティブと改革―」コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会（座長神田秀樹教授）報告書（二〇一五年七月二四日）第三の二、別紙三『法的論点に関する解釈指針』。
- (13) 拙稿「英国金融法制とSenior Management Regime―コーポレート・ガバナンス・コードの交錯、裁判例を通じたソフトウェアの変容、上級管理者機能（SMFs）および域外適用―」日本法学第八一卷二号（二〇一五年一〇月）一―六一頁。
- (14) 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書（二〇一五年四月）一―一四一頁参照。
- (15) 上田亮子「二〇一五年六月株主総会とコーポレート・ガバナンスの状況」『二〇一五年の株主総会の総括と二〇一六年の株主総会に向けた対話のポイント』スチュワードシップ研究会講演（二〇一五年八月）。
- (16) 東芝における会計不正事件発覚後の新たな社外取締役選任がその例であろう。二〇一六年三月三十一日東芝コーポレートガ

バナンス報告書。

(17) 藤沢久美「社外取締役の立場からみた、課題と期待」日本証券アナリスト協会講演(二〇一五年八月一日)。専門家のプライオリティは高くなく、監査役あるいはアドバイザーが適当とみられる。

(18) 米国のように人事コンサルタントを活用することを通じて、将来的には米国型に収斂する可能性もある。私見であるが、執行と監督機能の分離徹底のみならず、米国のようにCEOなどが社外から招聘されることが多くなることが前提となろうか。多様な業種の経営経験者がCEOに就くシステムが構築されるようになれば、社外取締役にも、自身が経営経験が豊富な場合、役員人事の判断は一定程度行うことが可能となろう。

(19) ①我が国独特の顧問・相談役制度の存在が、現在の経営陣の意思決定面の足枷となり、また報酬の終身的保証から社長時にリスクテイクを避けて積極策を採らず、また社長を退いた後も経営経験を活かして他社の社外取締役就任を忌避する一因ともなる。この連鎖を断ち切るには、取締役会会長を社外取締役に委ねることが考えられる。②二〇一五年三月期に年間の取締役開催回数が増減しているが(五八回から二〇回へ)、総会後の社外取締役比率の上昇(六・三%から一二・五%)、従来の日常業務的議題は社外者に理解し難いため、監督面などの高次元の事項に絞ったことが考えられる。③コンプライ・オア・エクスプレイン (comply or explain) について、説明の必要がある場合に投資家が理由を認識できるのは実際には総会後になるため、開示の問題が出てくる。株式会社ISS Japan 代表石田猛行「一般の株主総会と海外機関投資家の動向」証券経済学会報告(二〇一五年八月二二日)。

(20) 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」意見書(二〇一五年一〇月二〇日)にコードへの対応状況に関する問題意識が示されている。第三回会議(二〇一五年十一月二四日)資料。

(21) 金融庁「第四回フォローアップ会議」(二〇一五年十二月二二日)資料(花王株式会社門永宗之助取締役会議長、杉山忠昭執行役員)、第五回(二〇一六年一月二〇日)資料。

(22) 金融庁「フォローアップ会議」第五回(二〇一六年一月二〇日)。

(23) 拙稿・前掲注(2)一―六一頁。

- (24) 資本政策の基本的な方針に関して、デット・エクイティ比率などの具体的方針、政策保有株式に関する方針（原則一—四）および株主の利益を害する可能性のある資本政策（原則一—六）の対応など原則の背後にある基本的な考え方が議論された。有識者会議（第七回）における議論。
- (25) 『エンゲージメント型・対話重視型ファンドの「対話」の取り組み』スチュワードシップ研究会セミナー・講演（二〇一六年一月）参照。
- (26) 経営者ではなく株主の担う忠実義務として、拙稿「忠実義務と非業務執行取締役の考察—米国の忠実義務の規範化概念と英国会社法の一般的義務、英国スチュワードシップ・コードとApproved Persons 制度等の接点—」日本法学『山川一陽教授古希記念』第八〇巻三号（二〇一五年一月）四三九—四九二頁。
- (27) 荒井勝「SRI・ESG投資」社会的責任投資フォーラム（JSIF）（二〇一四年一〇月五日）。
- (28) 新日本有限責任監査法人「統合報告書の導入」。 <http://www.ejapan.jp/topics/ir/index.html>
- (29) 「投資家等を対象としたESG情報の活用状況に関するアンケート調査報告書二〇一四」経済産業省産業技術環境局環境政策課環境経済室（二〇一五年三月）一—二五頁。投資家の視点から統合報告書の情報開示について、非財務情報のうちガバナンス、トップメッセージ、ステイクホルダーとの対話、経営情報・財務状況、その年の特集、環境経営・環境マネジメント、コンプライアンス、女性活躍に関する情報、資源の有効活用、職場環境づくり（人材育成、ダイバーシティ、ワークライフバランス等）、地球温暖化防止、生物多様性保全、社会貢献活動等が重視されている。
- (30) [http://www.eurosisf.org/images/stories/pdf/Research/eurosis\\_sri\\_study\\_2010.pdf](http://www.eurosisf.org/images/stories/pdf/Research/eurosis_sri_study_2010.pdf)
- (31) 鈴木裕・横塚仁士「欧州の社会的責任投資（SRI）市場が拡大」大和総研 Strategy and Economic Report（二〇一〇年一〇月一九日）一—五頁。
- (32) 柴田英樹「統合報告の必要性についての検討とその課題」弘前大学経済研究第三六号（二〇一三年二月二六日）七四—八五頁。馬場未希「世界三五〇社が発行「統合報告書」って何？大手機関投資家が注目」日経ビジネス（二〇一六年一月二二日）。

- (33) THE INTERNATIONAL <IR> FRAMEWORK - Integrated Reporting. <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>. 「The International <IR> Framework (国際統合報告フレームワーク)」 December 2013 by the International Integrated Reporting Council (the IIRC 国際統合報告評議会) (二〇一四年三月日本語訳) 一―四〇頁に統合報告に関して詳説されており、本文第五章Ⅱ3.3.において参照した。 [http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International\\_IR\\_Framework\\_JP.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf). 経済産業省「国際統合報告フレームワーク案の概要」IIRC Technical Taskforce Member 森洋一 [http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate\\_accounting/pdf/pdf](http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/pdf).
- (34) 中本義昭・山田惇依「戦略アプローチからの統合報告」Deloitte 季刊企業リスク (二〇一四年四月) 三二―八四頁。有限責任監査法人トーマツ「会計情報 国際統合報告フレームワークの解説」(二〇一四年二月)。 <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/strategy/ec/jp-ec-ir-enterprise-risk201404.pdf>
- (35) 信頼区間は平均値の信頼性を示す統計的指標で、母数の存在範囲の推定の指標となる数。調査結果から推定値を求める場合、真の値を含む可能性が非常に高い推定値の範囲を示すものが信頼限界として統計的解析結果に適用される。九五%信頼限界では、真の値がエラー・バー(信頼区間)の範囲内に含まれない確率が5%に止まる。
- (36) 新日本有限責任監査法人「国際統合報告フレームワークについて」(二〇一三年一月二四日)を参照した。 <http://www.shimihon.or.jp/services/assurance/ccass/ir/topics/2013-12-24.html>
- (37) 高橋大祐「ESGリスクの投資・企業価値に対する影響と対処策―非財務情報開示・ガバナンスコード・コンダクトリスクをめぐる規制の最新動向をふまえて―」日本証券アナリスト協会(二〇一六年四月一三日)参照。
- (38) 経済産業省「社外役員等に対するガイドライン」「五・一社外役員を含む非業務執行役員の役割」(二〇一四年六月)。
- (39) 現代奴隷法実務ガイド三・五項ないし三・八項。 [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/471996/Transparency\\_in\\_Supply\\_Chains\\_etc\\_-\\_A\\_practical\\_guide\\_-\\_final\\_.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/471996/Transparency_in_Supply_Chains_etc_-_A_practical_guide_-_final_.pdf). 蔵元左近「第四回「責任あるサプライチェーン」に関する各国の法令の最近の動向(上)―英国「現代の奴隷制法二〇一五」(Modern Slavery Act 2015)の内容お



よび実務上の留意点を中心に」NBL No.1073（二〇一六年五月一日）七六―八一頁を参照した。

- (40) 高橋大祐・前掲注(37)。
- (41) Likewise, having a UK subsidiary will not, in itself, mean that a parent company is carrying on a business in the UK, since a subsidiary may act completely independently of its parent or other group companies.
- (42) UK Bribery Act 2010 guidance. <https://www.justice.gov.uk/downloads/legislation/bribery-act-2010-guidance.pdf>
- (43) The Company Act 2006, section1162.
- (44) フランチャイジーの活動の自己ブランドへの影響に鑑み (to consider the impact on their brand of the activities of franchisees)、フランチャイザーが全体として奴隷労働および人身取引防止のために採った措置を報告することは可能である。実務ガイド三・九項。
- (45) NGOによる対象企業の報告内容の精査につき、米国カリフォルニア州法であるサプライチェーン透明法に関して開示内容の不正確さから損害賠償請求を起こす事例が既に出現している。蔵元左近・前掲注(39)八一頁(注21)。
- (46) <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2015/30/section/54/enacted>
- (47) 経済産業省「投資家等を対象としたESG情報の活用状況に関するアンケート調査二〇一四」一―二七頁。
- (48) 事業報告書、株主通信など任意開示関連サービス。「IR・SRコンサルティング」三井住友信託銀行株式会社参照。  
<http://www.smtb.jp/business/agency/ir.html>.
- (49) W.Sharpe が提示した資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model : CAPM) において $\beta$  (ベータ) は個別株式のリスク尺度で個別株式がマーケット・リスクに影響される程度を表す。高ベータ株式ほどハイリスク・ハイリターンとなる。
$$RE = RF + \beta \times (RM - RF)$$
[http://www.sigbase.co.jp/useful/corp\\_finance/capm.html](http://www.sigbase.co.jp/useful/corp_finance/capm.html). CAPMモデルが母集団のパラメータと確率変数の区別なく説明されファイナンス理論モデルか、実証分析の確率モデルかが不明確なことにつき、斯波恒正「 $\beta$ を考える…理論と実証のモデル」証券アナリストジャーナル Vol.54No.6 (二〇一六年六月) 四九―五三頁。
- (50) 全国株懇連合会理事長・永池正孝「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」の制定につ

いて」日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演（二〇一六年一月二八日）に詳しく報告され、参照した。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」（二〇一五年一月一三日）一一―三二頁。  
[https://user.kabukon.net/pic/42\\_1.pdf](https://user.kabukon.net/pic/42_1.pdf).

(51) 経済産業省・前掲注(14)六〇―六五頁。入場資格の確認方法、傍聴を認める場合の場所、外国人の場合の通訳の同席の可否等の点で、一般的な場合の傍聴許可との平仄が問われる。

(52) 岩原紳作編『会社法コンメンタール(7)』〔山田泰弘〕（二〇一三年九月）一七八頁、稲葉威雄・宇佐見隆男・柳田幸三・寛康生・永井紀昭・吉戒修一編集『実務相談株式会社法2』（一九九二年一〇月）九三三―九七七頁。

(53) 佐々木功・松本崇『△特別法コンメンタールV証券投資信託法貸付信託法』（一九七六年一二月）一一九頁以下。投信法一〇条二項を根拠に投資信託委託会社が名義人から代理人として議決権行使の委任を受けることは定款上の制約に抵触しないと解される（野村修也・三浦亮太・石井裕介「会社法下の株主総会における実務上の諸問題」商事法務一八〇七号（二〇〇七年）六八頁、山田和彦『株主提案権の行使と総会对策』商事法務（二〇一三年三月）一一三頁、鴻常夫「証券投資信託と株主議決権の行使」商事法務四四五号（一九九九年七月）一五頁）。投資信託委託会社から更なる委任を受けた復代理人（外部弁護士等）については、大盛工業事件、投信法一〇条二項の趣旨等に照らして、非株主であっても代理人として総会に出席する権利がある者には該当しない可能性が高い。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」（二〇一五年一月一三日）一〇―一頁注(16)―(19)参照。

(54) 投信法一〇条適用の投資信託では、投資信託委託者が議決権行使の指図を行い（金融商品取引業者の忠実義務につき金融商品取引法四二条一項二号、善管注意義務につき同条二項）、受託者はこれを受け容れる義務がある。グローバル機関投資家が顧客のために株式投資・指図および議決権行使の判断を行い、善管注意義務に服する場合に名義人・受託者も受諾する義務を負う場合には投信法一〇条の投資信託に準じたものに該当する例と考えられる。復代理人については、非株主であっても代理人として総会に出席する権利がある者には該当しない可能性が高い。また投資顧問付特金における投資一任業者で当該株式について議決権行使義務を有しているグローバル機関投資家について、①投資運用業を行う金融商品取引業者として顧客に対

して善管注意義務を負っていること、②名義人（信託銀行）が指図を受ける立場であること、③議決権の指図権限が投資一任業者のみに帰属することなど投信法の投資信託と同様の構造である限り、投信法を援用して特段の事情が認められるかが論点となる。注(50)参照。

(55) 渡邊顯『ベストプラクティス株主総会―コーポレートガバナンス・コード対応』商事法務（二〇一六年）五四―六〇頁参照。

(56) 株主総会の存在根拠にかかる議論として、法的コントロールシステム（新山雄三教授）、コミュニケーション機能（末永敏和教授）、情報開示の場（奥島孝康教授）、コミュニケーション論（久保利英明弁護士）、市場コントロール論（落合誠一教授）などが提示されている。末永敏和『コーポレート・ガバナンスと会社法―日本型経営システムの法的変革』中央経済社（二〇〇〇年）一〇三頁以下参照。

(57) 神田秀樹教授は予てより経営陣、株主に次いで助言機関を対象にしたガバナンスの段階に入る旨、また対話重視による規律付けの低下の懸念を述べられる。ガバナンス問題は株式会社制度がオランダ東インド会社創設により作られた当初から内在する制度面のフリクション、根幹的な欠点を解決する必要な仕組みで株式市場拡大、投資家の変化を受けて制度と実務の組み合わせが求められる。業界、企業毎にガバナンスのあり方は異なり、各機能の役割分担の最適組み合わせに向けて容易な問題ではない。厳密にはガバナンスの発展形態は、①社外取締役など経営陣における自己規律的ガバナンス、次に株主による経営陣に対する規律付けの時期から、②スチュワードシップ・コードによる株主自身に対する規律（受託者責任、株主自身の負う対会社の忠実義務等）、③更に格付機関、議決権行使助言会社など企業に対するアドバイス機能を有する機関における自己規律の順に進展し、格付機関に対するガバナンス規制は米国ドッド・フランク（金融改革）法において既に盛り込まれた。神田秀樹「総括コメント」前掲注(3)シンポジウム。現時点では①―③の全てが重畳的に発現していると考えられようか（私見）。

(58) 座談会「FinTechがもたらす未来の金融サービスはどうか」（福田慎一発言）証券アナリストジャーナル第五四巻第六号（二〇一六年六月）六一―二八頁。金融審議会（座長岩原紳作教授）「金融グループを巡る制度のあり方に関するワーキング・グループ」報告（二〇一五年十二月）一一―一九頁。完全親子会社関係を主とする従前の中央集権的持株会社体制からの転

換を余儀なくされようか。

(59) 従来の金融検査も金融モニタリングに改められ、平成二五事務年度基本方針ではベスト・プラクティスの把握とテーマ別水平的レビューの重視に転換されている。金融庁「金融モニタリングレポート」（二〇一四年七月）六三―六六頁。杉野聡「金融機関のガバナンス・コード対応」（二〇一六年六月七日）日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク講演。

〔本稿は、財団法人民事紛争処理研究基金の研究助成金を利用した研究成果の一部である〕