

コーポレートガバナンス・コードの実効性

——ソフトローの実証研究——

古 田 倖 基

(法学専攻 法政リサーチ・コース)

目 次

はじめに

I. ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コード

1. 企業活動におけるソフトロー

1-1. ソフトローの定義

1-2. 企業活動においてソフトローが果たす役割

1-3. なぜソフトローは効果を持つのか

2. コーポレートガバナンス・コード概説

2-1. コードが設けられた背景

2-2. コードが目指すところ

2-3. コードの概要

2-4. コードの特徴

2-5. コードが予定している実効性の源泉

2-6. コードの遵守状況

II. コーポレートガバナンス・コードの問題点とその分析方法

1. コーポレートガバナンス・コードの問題点

1-1. コードの問題点

1-2. コードの実効性の問題に対する仮説

2. コーポレート・ガバナンスに関する報告書の分析

2-1. 具体的な分析の方法

2-2. 補充原則2-4①の分析

2-3. 補充原則3-1③の分析

III. 結果と分析

1. 結 果

1-1. 補充原則2-4①の結果

1-2. 補充原則3-1③の結果

1-3. 【まとめ】それぞれの分析の結果から明らかになったこと

2. 分 析

2-1. なぜこのような問題が起こっているのか

2-2. コードをより実効性のあるものにするために

おわりに

はじめに

コーポレートガバナンス・コード¹⁾（以下、コードという）は、東京証券取引所（以下、東証という）と金融庁によって作成されたルールであり、株式会社日本取引所グループの持つ証券取引所に上場する会社は、コードを遵守することが課される。国会による立法という手続きを経たルールではなく、国家によって執行されるものでもないため、いわゆるソフトローといわれるものに該当するルールである。

このコードは、企業の模範的なコーポレートガバナンスのあり方を定めたものであり、会社法等が要求するコーポレートガバナンス以上の積極的な取り組みを求めるものや、ダイバーシティの推進や環境責任への対応といった、社会において、企業が存続していくために対応が必要な諸問題について、積極的な対応を求めるようなものなどがある。また、これらを実践するため、機関投資家などのステークホルダーとの積極的な対話を促しており、コードそれ自体も、対話における共通言語となることを狙って設計されている。

ところで、コーポレートガバナンスは、その言葉自体も非常に多義的な言葉であり、企業それぞれによって解釈が異なりうるものである。そのため、コーポレートガバナンスを細かくルール化し、一律に遵守させることは、適切ではないとの考え方が生まれる。このような考え方に対し、コードは、詳細なルールによるのではなく、プリンシプルベース・アプローチによって規範を作成し、その適用においてコンプライ・オア・エクスプレインという手法を採用することによって対応している。この、プリンシプルベース・アプローチは、規範を、原則的で抽象的な、解釈の余地を残し

たものにするアプローチのことで、これにより、企業によって解釈の異なる、様々なコーポレートガバナンスのあり方を受け入れる余地が生まれる。そして、コンプライ・オア・エクスプレインは、コードの趣旨・精神を各企業が理解し検討したうえで、自社にとってそのコードが必要か否かを判断し、必要でないと判断する場合、その理由を合理的に説明（エクスプレイン）することで、遵守しないという選択ができるという、遵守の多様性を受け入れ、そのプロセスでステークホルダーとの対話を促す仕組みである。これらは、様々なコーポレートガバナンスのあり方を受け入れるにあたり重要な仕組みであると同時に、コードがソフトローであるからこそ実現できる仕組みであると言える。

もっとも、後述するように、ソフトローはその執行力に欠け、その遵守の確保には課題がある。では、そうしたソフトローの一つであるコードは、企業に受け入れられ、遵守されていると言えるのだろうか。まず、東証は、上場企業に対し、有価証券上場規程および企業行動規範において、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むよう努める」²⁾ こと、その遵守状況を「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」に記載すること³⁾ を求めているが、これらの違反に対する制裁は、現在のところ確認できない。また、東証が公開しているコードの遵守状況⁴⁾ をみると、例えば、プライム市場上場会社は、ほとんどの規定のコンプライ（遵守）の選択割合が90%を超えている。これらをもってして、コードは企業に受け入れられており、遵守されていると評価することもできるだろう。しかし、これらの状況は、コードに十分な実効性があるということとを、そのまま意味していると言えるのだろうか。

かねてより、コードには2つの問題が指摘されている。一つは「形式的なコンプライが行われる可能性がある」というもの、もう一つは「不適切なエクスプレインが行われる可能性がある」というものである⁵⁾。前者は、企業が、エクスプレインを選択した場合における、機関投資家などからの評価の低下を恐れる、といった理由から、形式的にコンプライを選択して

しまう可能性がある、という問題である。後者は、エクस्पラインを選択した場合において、本来、機関投資家らとの対話の材料ともなりうるその理由の説明が、適切に行われず、ただ守っていないだけ、という状態が生じてしまう恐れがある、という問題である。仮に、これらの問題が現実生じているとするならば、コードが、企業に対し十分に受け入れられており、その趣旨・精神が適切に実践されている、と評価することは難しくなる。

これまでのところ、こうした問題が実際に生じているのか、生じているとすればどの程度か、あるいは、こうした問題を抱えているのがどういった企業なのか、なぜ生じるのか、といった課題について、十分な検討がなされてきたとは言えない⁶⁾。本論文の目的は、こうした問題を実証的に研究し、ソフトローであるコードの実効性を明らかにすることにある。

本論文の構成は以下の通りである。まず、「Ⅰ. ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コード」において、ソフトローについての定義や役割、そしてなぜソフトローが守られるかについて確認したうえで、コードについて、ソフトローとしての性質、設置された背景や特徴、その実効性についての確認を行う。次に、「Ⅱ. コーポレートガバナンス・コードの問題点とその分析方法」において、コードの問題点を確認し、それがなぜ生じるのかについての仮説を立て、それらを検証するための方法を検討する。最後に、「Ⅲ. 結果と分析」において、検証結果の確認、分析を行ったのち、これらに基づいて、改善策の若干の検討を試みる。

Ⅰ. ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コード

1. 企業活動におけるソフトロー

1-1. ソフトローの定義

さて、コードは、国会による立法という手続きを経たルールではなく、ソフトローに該当することは先に述べた通りだが、ここで改めて、ソフト

ローの定義について確認しておく。

ソフトローは、さまざまな分野に存在する。国家間の非拘束的な合意や、会計基準、団体内での自主規則や慣習など、その種類や効果も多種多様である。したがって、ソフトローという言葉の定義自体も、対象がどのようなものかによって変わってくるのである。

ここでは、いくつかの代表的な定義方法の中から、経済分野のソフトローの定義で中心的なものである、東京大学を拠点として行われたソフトロー研究プロジェクト⁷⁾において、藤田友敬教授らが提示した分類方法⁸⁾を紹介する。

この定義方法は、規範の「形成」と「エンフォースメント」という2つの段階について、それぞれ国家か私人のどちらがその役割を担っているのかによって、規範を分類する、という方法である。

まず、国家や私人が規範に果たす役割には、「形成」という段階と、運用における「エンフォースメント」という段階があることを確認する。そして、それぞれについて、国家か私人のどちらが担っているのかを分類し、それらを掛け合わせることで、4つのカテゴリーが形成される。具体的には、以下の4つのカテゴリーが形成され、うち、カテゴリー1～3がソフトロー、カテゴリー4がハードローとして分類される。

カテゴリー1：国家以外が形成し国家がエンフォースしない規範

このカテゴリーに属する規範としては、社会規範や企業倫理などが挙げられる。

カテゴリー2：国家が形成し国家がエンフォースしない規範

このカテゴリーに属する規範としては、労働法上の努力義務規定などが挙げられる。

カテゴリー3：国家以外が形成し国家がエンフォースする規範

このカテゴリーに属する規範としては、会計基準や商慣習法などが挙げられる。

カテゴリー 4：国家が作成し国家がエンフォースする規範

このカテゴリーに属する規範は、ハードローとして定義される。

この定義において、コードはカテゴリー 1 に分類されることとなり、典型的なソフトローと言える。

1-2. 企業活動においてソフトローが果たす役割

企業活動において、守るべきルールとして挙げられるものは多岐にわたる。ハードローに分類される会社法や、金融商品取引法といった法律さえ守っておけば良いというものではない。今日の企業は、こうしたハードロー以外にも、ソフトローに分類されるルールも含めた、さまざまなルールの影響を受けている。

では、企業活動において、どのような場合でソフトローが活用されるのか。ソフトローが活用されることが多い、3つの場合を紹介する。

1つ目は、ハードローの制定や実施に伴うコストを回避したい場合⁹⁾ である。企業活動においては、変化が激しく、ハードローにおいて必要な制定、改正の手続きを踏んでいては、迅速性に欠け、対応が遅れてしまうような場面が存在する。このような場面で、制定や実施において、ハードローほどの厳格な手続きを必要としないソフトローが活用される。これに該当するものとして、会計基準が挙げられる。会計基準は、目まぐるしい市場の変化の中で、適切な会計を実現するために、迅速な対応が求められるルールである。そのため、ハードローによる制定は行われず、公益財団法人である企業会計基準委員会などが、その制定、改正の役割を担っている。

2つ目は、新しいルールに適応するための準備期間を設けるような場合¹⁰⁾ である。いずれはハードローとして組み込むことを視野に入れているものの、その義務化の前に、緩やかなルールがある状態を作っておくような場合がこれに当たる。労働法の義務化の前の「努力義務」などはこれに該当する。

3つ目は、立法事実を確定できない事項を取り込む場合¹¹⁾である。コーポレートガバナンス・コードに含まれる原則に、これに該当するものが存在する。コードに含まれる原則には、企業に積極的な社会的責任の達成を求めるもの¹²⁾や、中長期的な企業価値の向上を目指すことを求めるものなど、先進的であり、立法事実に乏しく、ハードローに馴染まないような原則も存在する。このような場面で、ソフトローは活用される。

ただし、ソフトローの定義が多様であったように、ソフトローの使い方も多様であり、ここに掲げた3つの場面以外にも、ソフトローが活用される場面は存在するものと思われる。

1-3. なぜソフトローは効果を持つのか

本論文では、ソフトローの実効性について扱う。そこで、なぜソフトローが守られるのか（或いは守られないのか）についても確認しておく必要がある。なぜソフトローが守られるか、という法学的な理論には、「他者からの圧力」、「ネットワーク効果」ならびに「正統性の認識」という3つの要素からなる、以下のような説明¹³⁾が挙げられる。

1-3-1. 他者からの圧力

ソフトローに反する行動をとると、他人から不利益を被ったりする可能性があるということである。企業であれば、投資家からの投資額が減ったり、売上が下がったりするなど、市場を通じて損害を受ける可能性が考えられる。

このようなメカニズムで抑制されている行動は多く、雇用差別や環境汚染、ごみのポイ捨てなどは、他者からのサンクションの可能性によって少なくとも一定程度は抑えられているといえる。

何が圧力となるかは、①ソフトローによる規制の対象者が誰か、②対象者と他者との間に継続的な関係があるか否か、③対象者が別の場所で利益を得る機会をもつか否か、といった諸要因によって変わってくる。

1-3-2. ネットワーク効果

ネットワーク効果とは、ある財やサービスを利用している人が増えれば

増えるほど、その財やサービスの価値が高まっていく、という現象を指す。共通したルールに従う者が増えるにつれ、それに従う価値は増していくということである。

例えば、会計基準や業界内での取引上ルールにはこのような性質があるといえる。いずれも、企業間での会計情報の比較が容易になったり、取引を簡単に行えるようになったりするような利点を持つルールであり、従う者が増えるほど、その価値は高まる。

ネットワーク効果が生じやすいのは、人々の行動の調整ないし調和が問題になっている場合であり、選択可能な行動が複数あって、他の人たちの行動に合わせることであればそれぞれの利益がより大きくなるという状況である。この場合、注目すべき点（フォーカスポイント）の提供は大きな役割を果たす場合がある。

公的機関が形成する（が強制しない）基準やルールは、フォーカスポイントを提供することを通して人々の行動に影響を及ぼしうる。

1-3-3. 正統性の認識

ソフトロー自体に正統性があると、他者からの圧力の効果とネットワーク効果が生じやすくなる。

正統性の認識は、人々の合意によってルールが形成されている、一定の手続きに則ってルールが形成されている、適切な内容のルールになっている、長い期間にわたってルールが使われていた、という場合に高まる。

正統性の認識だけでソフトローが効果を持つ場合も確かにあるが、多くのソフトローは、正統性の認識だけでなく、他者からの圧力の効果とネットワーク効果も含めた、複合的な作用によって効果を持つ。

2. コーポレートガバナンス・コード概説

2-1. コードが設けられた背景

日本において、コーポレートガバナンスという言葉が注目されはじめたのは、企業の不祥事や経営破綻が頻発していた1990年代であった。そのた

め、コーポレートガバナンスという言葉も、「法令遵守」や「不正防止」といった、企業にとってマイナスとなる問題を起こさないための取り組み、といった意味合いが大きかったように思われる。

しかし、今日のコーポレートガバナンスという言葉は非常に多義的であり、従前の意味に加えて、企業価値の向上や、地域社会との連携といった、企業とそのステークホルダー全体にプラスの影響をもたらすべき、という意味も含まれるようになっていく。

このような流れの中で、2014年の首相官邸による『『日本再興戦略』改訂 2014 ——未来への挑戦——』¹⁴⁾の中で、「持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、東証が新たにコーポレートガバナンス・コードを策定する」と明記され、現在のコードが策定されるに至ったのである。

2-2. コードが目指すところ

では、コードは具体的にどのような事柄を達成することを目的としているのだろうか。これは、金融庁と東証による、コード原案¹⁵⁾において述べられている、基本的な考え方が参考になる。原案の序文7には、以下のような記述がある。

「会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コード（原案）は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果斷な意思決定を促すことを通じて、いわば『攻めのガバナンス』の実現を目指すものである。本コード（原案）では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている。」

このことからわかる通り、コードは、不正防止のための「守りのガバナンス」に加えて、中長期的な企業価値の向上とコーポレートガバナンスと

を連携させた「攻めのガバナンス」という考え方にも基づいている点が特徴的であり、まさに現在のコーポレートガバナンスのトレンドを、忠実に反映させたものであると言える。

さらに、序文8には「市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれる中、中長期の投資を促す効果をもたらすことをも期待している」との記載がある。企業に対して、中長期的な企業価値の向上を促すにとどまらず、投資家に対しても、企業に対する動機づけの役割を、積極的に担うよう促すことを想定している点も、確認しておくべき特徴である。

2-3. コードの概要

コードは「株主の権利・平等性の確保」、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、「適切な情報開示と透明性の確保」、「取締役会等の責務」、「株主との対話」という5つの基本原則からなる。また、この基本原則の下に、原則、補充原則と続く細則が存在する。これらは、企業がどの市場に上場しているかによって遵守すべき範囲が変わるが、とりわけプライム市場上場会社については、補充原則を含めたすべてのルールについて遵守することが課される。

コードの規定には、任意の報酬委員会の設置を求める補充原則4-10①のような、具体的な手段によるガバナンス水準の向上を求めるような規定が存在する一方で、原則2-4のような「企業のステークホルダー全体にプラスの影響をもたらすべき」といった、理念的な意味合いを持つような規定も多く存在する。

【補充原則4-10①】

上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役

を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきである。

特に、プライム市場上場会社は、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である。

【原則 2－4 女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保】

上場会社は、社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観が存在することは、会社の持続的な成長を確保する上での強みとなり得る、との認識に立ち、社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保を推進すべきである。

2-4. コードの特徴

ところで、適切なコーポレートガバナンスとは何か、という問いの答えは、企業それぞれによって大きく異なりうる。コードは「プリンシプルベース・アプローチ」によって、解釈の余地を残した規定を置き、その適用において「コンプライ・オア・エクスプレイン」という手法を採用することで、遵守のあり方の多様性を受け入れ、ステークホルダーとの対話を促す仕組みを用意している。

2-4-1. プリンシプルベース・アプローチ

規定を、様々な解釈の余地を残した、抽象的で原則的なものとするアプローチであり、原則主義ともいわれる。そのため、詳細なルール化になじまないような、理念的な事柄も取り込みやすく、コードに親和性が高い。対して、詳細なルール化を行うルールベース・アプローチ（細則主義）の場合だと「規範を最小限度のところに設定せざるをえなくなるという難点」¹⁶⁾があるとされ、コードにはなじまない。プリンシプルベース・アプローチを採用していることによって、コードは、先述した原則 2－4 のよ

うな規定を設けることができるのである。

また、ルールベース・アプローチは、「企業の側に杓子定規にそのルールを守りさえすればよいとの反応を招くという問題」¹⁷⁾が生じうるとされる。コードには、企業の持続的成長に向けた自主的な取り組みを促すという側面があるが、仮にルールベース・アプローチを採用し、現実にもこのような問題が生じた場合、そこでガバナンスを停滞させてしまうこととなる。

一方で、プリンシプルベース・アプローチを採用すれば、企業に対し、必然的に規範を解釈するという作業を要求することになるため、杓子定規にそのルールを守りさえすればよいとの反応を、そもそも起こさないようにできる可能性がある。

ただし、その抽象性ゆえに、「プリンシプルベースの規範は行動規範としては機能せずお説教に終わるというおそれがある」¹⁸⁾との指摘もなされている点には留意が必要である。

2-4-2. コンプライ・オア・エクスプレイン

コードに規定される内容は、法定のコポーレートガバナンスの水準を超えるものも多くあり、また、その効果等について、企業それぞれにより解釈が異なるような性質のものもある。そこで、企業それぞれの事情から、規定を遵守しない方にメリットがある場合、遵守しなくても良いとするような仕組みを設けている。これが、コンプライ・オア・エクスプレインである。企業が規定を遵守しない場合は、その理由について、合理的な理由を説明（エクスプレイン）することとなる。

この仕組みは、ガバナンスの設計において、企業独自の判断の余地を許容するものであり、今日の代表的な規制手法の一つである¹⁹⁾。この規制手法において、企業には、合理的な判断によってコードを遵守しないことが認められることから、基本的には柔軟なガバナンスの設計の権利が与えられている一方で、投資家（主に機関投資家が想定される）に対する説明義務が課されている。その説明が投資家にとって説得的でない場合、投資家は、企業に対しより具体的な説明を求めたり、設計の変更を求めたりする

ことが想定される。ここで重要な点は、コンプライカエクスプレインのどちらを選択するかについて、良し悪しがあるわけではない、ということである。仮にエクスプレインを選択したとしても、その説明が投資家にとって説得的なものであれば、企業と投資家との信頼関係が増すことも想定されるのである²⁰⁾。

いずれにしても、企業がこのコードを実施する際は、投資家との建設的な対話を促進させるような、合理的かつ具体的な説明を行うことが求められる。実態の伴わない形式的なコンプライを行ってしまつては意味がなく、また、エクスプレインを選択する場合にあつても、たんに「検討中」で済ませた回答や、コードの条文の繰り返しのような抽象的な回答を行うなど、投資家との建設的な対話に資しないような回答をすることは適切ではない。

2-5. コードが予定している実効性の源泉

では、ソフトローであるコードの実効性は、どのようにして確保されているのだろうか。コードは、東証の有価証券上場規程・企業行動規範による実効性の確保ならびに、投資家からの圧力による実効性の確保を想定している。

2-5-1. 東京証券取引所の有価証券上場規程・企業行動規範

まずは、東証による実効性の確保の手段を確認する。

東証に上場する企業は、東証の上場規程²¹⁾ によってコードの遵守が義務付けられている。これによれば、企業は、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むよう努めること、その遵守状況を「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（以下、ガバナンス報告書という）に記載することが求められている。このガバナンス報告書は、「投資者にとってのコーポレート・ガバナンス情報の比較可能性の向上を念頭に置いて」²²⁾ いるものとされ、東証のホームページ上で誰でも常時閲覧可能な状態とされている。

また、東証の企業行動規範²³⁾ においても、遵守すべき事項として分類されており、違反した場合には「公表措置、上場契約違約金の徴求、改善

報告書・改善状況報告書の徴求又は特設注意市場銘柄への指定など所定の措置の対象」となることが示されている。

2-5-2. 投資家からの圧力

コードは、そのエンフォースメントを、投資家からの圧力に期待している旨が、原案²⁴⁾からも読み取ることができる。先に確認した通り、原案の序文7において、企業は、「株主から経営を付託された者としての責任」を負っていると述べられており、また、序文8においては、「カバナンスの改善が身を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主」が、企業にとって重要なパートナーであることが述べられているのである。

また、企業に向けたコーポレートガバナンス・コードと対をなすような存在として、機関投資家に向けたスチュワードシップ・コードが存在する。これらは、序文8でも述べられている通り、よく「車の両輪」であると例えられる。コーポレートガバナンス・コードが、企業に対してガバナンス改革を行うよう促すものであるのに対し、スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対して、サステナビリティの促進など含め、中長期的な視点から企業価値の向上を目指すことを、投資先企業に対して求めることを促すものである。したがって、スチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家により投資がなされている企業は、そういった機関投資家との対話を通じて、コードの遵守を促されることとなる。

なお、コードに記載されているような内容は、近年注目度が高い内容も多いため、スチュワードシップ・コードを受け入れていない機関投資家などの、その他のステークホルダーから、コードの遵守を促されることも考えられる。

2-6. コードの遵守状況

まず、先に紹介した、東証による有価証券上場規程ないし企業行動規範に違反したことによる制裁を受けた企業は、確認できる限りでは存在せず²⁵⁾、企業は、ガバナンス報告書の提出等、一定の義務を果たしていることが確認できる。

次に、東証により公開されている、コード各原則の遵守状況（現在の最新版は2022年7月14日時点のもの²⁶⁾）を確認する。これによると、プライム市場においては、ほとんどの原則の遵守率が90%を超えており、非常に高い水準にあることがわかる。スタンダード市場においても、プライム市場と比較すれば若干低い水準にはあるものの、依然高い水準にあることがわかる。

また、第27回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²⁷⁾に先立ち行われた企業へのインタビューにおいて、コーポレートガバナンス改革への評価として「取締役会の審議の充実・中長期的な経営戦略の議論の深化によって企業経営に良い影響が生じた」といった意見や、「投資家との対話から経営に有益な示唆を得られた」といった意見があったことが紹介されており²⁸⁾、コードが求める取り組みの方向性が支持されていることが示唆されている。

このように、コードは、少なくとも形式的には遵守されているとみることができる。しかし、これらの情報をもってして、コードには十分な実効性があると解して良いのだろうか。

Ⅱ. コーポレートガバナンス・コードの問題点とその分析方法

1. コーポレートガバナンス・コードの問題点

1-1. コードの問題点

先に確認した通り、コードは、多くの規定のコンプライの選択割合が非常に高いため、企業に十分に受け入れられており、遵守されているとの評価をすることもできるだろう。しかし、それをもってコードに十分な実効性があるとするのは、早計だろう。

従前より、コードには、「形式的なコンプライが行われている可能性がある」という問題と、「不適切なエクスプレインが行われている可能性がある」という問題が指摘されている。仮に、これらの問題が実際に生じて

いるとすれば、コードに十分な実効性があるとの評価をすることは難しくなる。これを確認するために、コードの遵守の実態を、検証する必要があるのである。

1-1-1. 問題1：形式的なコンプライが行われている可能性

第一に、企業が原則を機械的に守りさえすればよいという態度でコードに臨んでしまっている可能性がある、という問題である。

フォローアップ会議の企業へのインタビューでも「コンプライ・オア・エクスプレインと言いつつ、コンプライしなければならないプレッシャーを感じる」²⁹⁾とする意見があるように、企業が、エクスプレインを選択することをためらい、形式的にコンプライを選択してしまっている例が、現実存在する可能性がある。

コードの対応状況を見ると、いずれの規範もコンプライ率が高い（＝エクスプレイン率が低い）。コードが企業に広く受け入れられていることを示しているとして評価ができる一方で、「会社が説明を回避し、機械的に遵守を選択しがちであるという形式主義の弊害が生じている可能性」³⁰⁾があることを示しているとも指摘されている。

1-1-2. 問題2：不適切なエクスプレインが行われている可能性

第二に、企業が原則をコンプライせず、エクスプレインを選択する場合において、その選択を行った理由の説明が不十分な回答が存在するという可能性である。

この問題については、東証の公表している「建設的な対話に資する『エクスプレイン』のポイント・事例について」³¹⁾において、「自社の考え方や取組みの状況が投資者に理解されるよう十分に説明することが重要ですが、昨今例えば、『検討中』という説明のまま、数年間も放置している事例がみられるなど、コンプライ・オア・エクスプレインが形骸化しているとの指摘もなされています」との記述があり、実際に生じている問題として紹介されている。

このような、特にエクスプレインとした理由を述べず「検討中」で済ま

せるような回答や、コードの条文の繰り返しのような回答は、不十分であり、投資家との建設的な対話に寄与するものとはならないだろう。

1-2. コードの実効性の問題に対する仮説

以上の問題が実際に生じているかを検証するにあたり、コードに実効性が確保される理論仮説を確認したうえで、本研究での検証のための作業仮説を導くを試みる。

ここでは、第一に、法律学的視点からのソフトローのエンフォースメントの説明、第二に、経済学的視点からのソフトローのエンフォースメントの説明を参照し、コードに実効性が確保されとした場合の理論仮説を確認する。

1-2-1. 法律学的視点

はじめに、法律学的な視点からの説明を確認する。ここでは、先に確認した、ソフトローが効果を持つ理由である、「他者からの圧力」、「ネットワーク効果」、「正統性の認識」を、コードについて当てはめていく。

まず、「ネットワーク効果」については、コードの遵守が、東証に上場しているすべての企業に課されることからして、遵守が求められる企業数自体も多く、もともと生じやすい環境にあると思われる。

また、「正統性の認識」についても、コードは、金融庁と東証によって作成されていること、コーポレートガバナンスに関するトレンドを反映させたものであることなどから、もともと正統性があると認識する企業は多くなりやすい環境にあると思われる³²⁾。

このように、「ネットワーク効果」ならびに「正統性の認識」については、コードにもとから備わっていると考えられる性質であり、また、その生じ方が企業によって異なるようなものではないため、これらの要素がコードの実効性に及ぼす影響は小さいと考えられる。

一方で、「他者からの圧力」については、企業がステークホルダーから受けるコード遵守に対する圧力の差によって、実効性が異なる可能性が考えられる。例えば、コードを遵守すべきという考えを持つ機関投資家に投

資されている企業は、その圧力により、コードを遵守する可能性が高まる
ことが考えられる。このように、「他者からの圧力」については、コード
の実効性を左右する要素であると考えられる。

1-2-2. 経済学的な視点からの説明

次に、経済学的な視点からの説明を確認するために、無限繰り返しゲー
ムによる説明を試みる。この無限繰り返しゲームからは、人々が「短期的
に不利益を被っても、長期的には利益となるから」³³⁾ という論理において、
社会規範に従う、という説明が提供される。では、この無限繰り返しゲー
ムがどのようなものかを、実際にコードの遵守を題材にしたゲームを用い
て説明することとする。

ここでは、企業のコードの遵守・不遵守と、それに対するステークホル
ダーの評価の関係を想定した、以下のようなゲームを考える。さしあたり、
以下のような前提を定めておく³⁴⁾。

- 1) 企業は永続するものと想定する。
- 2) 企業の利得（ステークホルダーの評価）は、単純な売上向上の
ほか、株価の上昇、投資額の増加、ブランド価値の向上などを想
定する。
- 3) ステークホルダーは、常に企業がコードを遵守するべきという
考えを持っており、その取り組みの程度によって、商品の購買行
動や投資額などが変わるものとする。
- 4) ステークホルダーは、第一期について、企業はコードを確実に
遵守するものと信頼し、その後は、その期に企業が遵守・不遵守
のどちらの戦略をとったのかを、次の期の意思決定に反映させ、
遵守であれば評価し、不遵守であれば評価しないものとする。

以上の前提のもと、【ゲーム 1】ならびに【ゲーム 2】を考える。

【ゲーム 1】企業が得る利得を以下の通りと想定する。

		ステークホルダーが企業を評価するかどうか	
		評価する	評価しない
企業がコードを 遵守するか	遵守	10	8
	不遵守	12	

まずは、企業が第一期から永続して遵守を選択し続ける場合を想定する。その利得は以下のようになる。

$$\sum_{t=1}^{\infty} 10 \cdot \delta^{t-1} = \frac{10}{1-\delta} \quad , \quad 0 < \delta < 1$$

ここでいう δ は、割引因子と呼ばれるものであり、ある期の利得とその次の期の将来利得についての、相対的な価値の差を表したものである³⁵⁾。

次に、企業が第一期から永続して不遵守を選択し続ける場合を想定する。その利得は以下のようになる。

$$12 + \sum_{t=2}^{\infty} 8 \cdot \delta^{t-1} = 12 + \frac{8\delta}{1-\delta}$$

したがって、企業が永続的に遵守を選択し続けるためには、常に、

$$\frac{10}{1-\delta} \geq 12 + \frac{8\delta}{1-\delta}$$

が満たされる必要がある。これを δ について整理すると、

$$\delta \geq \frac{1}{2}$$

となり、割引因子が $1/2$ 以上の場合において、企業は永続してコードの遵守を選択するほうが、利得が大きいということになる。そして、この条件を満たすような場合、企業は短期的に見ると不遵守を選択した方が利益になるが、長期的に見れば遵守を選択し続けた方が利益になるということになるため、コードを遵守するという選択を取ることになる。これが、無限繰り返しゲームによる、コードの遵守がなされる説明である。

ここで、あらためて割引因子がどのようなものかについて検討する。割引因子とは、将来利得に対する相対的な価値を示しているが、これはどのようなものが想定されるか。もっとも単純な例は、実質利子率である。あるいは、このゲームが永続する可能性、と捉えることも可能だ³⁶⁾。とりわけ、この想定においては、後者の捉え方で割引因子を考えることが重要だろう。なぜなら、コードの遵守を求めるステークホルダーが、コードを遵守しない企業を、永続的に評価するとは考えにくく、ゲームからの退出の可能性が一定程度あることを、考慮に加えることが必要であるためである。この退出の可能性が低ければ、割引因子も相応に大きくなる（＝1に近づく）し、退出の可能性が高ければ、割引因子も相応に小さくなる（＝0に近づく）。したがって、この場合における割引因子は、企業に対するステークホルダーの影響力の差と捉えることができる。

ところで、このゲームにおいては、すべてのステークホルダーがコードの遵守を求めているとの前提を置いたが、現実もそうであるとは考えにくい。例えば、株主の大半を、コードを遵守すべきという考えを持たず、キャピタルゲインのみを狙う投資家が占めるような企業であれば、そもそもこのゲームに参加しようとする投資家も少なくなることから、当然にゲームが継続する確率は小さくなり、割引因子も小さくなる。したがって、このような企業が、コードの遵守を選択するという可能性は、低いものと考えられる。

【ゲーム2】企業が得る利得を以下のように想定する。

		ステークホルダーが企業を評価するかどうか	
		評価する	評価しない
企業がコードを 遵守するか	遵守	10	8
	不遵守	20	

次に、最初のゲームと異なり、不遵守を選択した場合の利益が高い場合を想定したもの、見方を変えれば、遵守を選択するために払うべき代償が

高い場合を想定したゲームを考える。

企業の規模が小さく、余剰リソースが十分になかったり、企業の属する業界構造などからして、莫大な投資を必要としたりするなど、コードの遵守にかかる負担が大きい場合は、このゲームのようなパターンが妥当するだろう。

ゲーム 1 と同様に、まずは、企業が第一期から永続して遵守を選択し続ける場合を想定する。その利得はゲーム 1 と同様に以下ようになる。

$$\sum_{t=1}^{\infty} 10 \cdot \delta^{t-1} = \frac{10}{1-\delta} \quad , \quad 0 < \delta < 1$$

次に、企業が第一期から永続して不遵守を選択し続ける場合の利得は、以下のようになる。

$$20 + \sum_{t=2}^{\infty} 8 \cdot \delta^{t-1} = 20 + \frac{8\delta}{1-\delta}$$

この場合において、企業が永続的に遵守を選択し続けるためには、常に、

$$\frac{10}{1-\delta} \geq 20 + \frac{8\delta}{1-\delta}$$

が満たされる必要がある。これを δ について整理すると、

$$\delta \geq \frac{5}{6}$$

となり、割引因子が $5/6$ 以上の場合において、企業は永続してコードの遵守を選択するほうが、利得が大きいということになる。

この想定においては、ゲーム 1 と比べて、企業が永続して遵守を選択するための、割引因子の要求が高くなるということがわかる。

この想定のように、企業の規模が小さく、余剰リソースが十分になかったり、企業の属する業界構造などからして、莫大な投資を必要としたりするなど、コードの遵守にかかる負担が大きい場合は、コードに従わない場合の短期的な利益の増加が大きくなることから、割引因子の最小値が大きくなり、コードの遵守が行われにくいことが考えられる。逆に、企業の規

模が大きく、コードの遵守にかかる負担が相対的に小さい場合や、遵守のコストが掛かりにくい業界に属している場合は、コードに従わない場合に得られる短期的利益はそこまで大きくなく、むしろコードを遵守することによる長期的な利益を獲得する方にメリットがあることから、割引因子の最小値が小さくなり、コードの遵守が行われやすいことが考えられる。

このように、割引因子の最小値が小さいほど、社会規範は維持しやすくなるのである。

1-2-3. 理論仮説と作業仮説

企業がコードを遵守する誘因を、法律学的な視点ならびに経済学的な視点からそれぞれ検討を加えた結果、コードのようなソフトローや社会規範が守られるかは、投資家による監視の程度、世間の評価や、企業の属する業界の構造といった、企業に対する外部からの影響力の程度によって決まる、という理論仮説を導くことができる。

この理論仮説に基づき、先に挙げたコードの問題点を検証するため、以下のような作業仮説を導く。

仮説1) 企業に対するステークホルダーの影響力の差によって、遵守率が変わる

仮説2) 企業の規模や属する業界の構造によって、遵守率が変わる

そこで、この作業仮説に基づいて、実際の企業のガバナンス報告書の回答内容を分析し、まず、企業のコードに対する回答態度の問題が現実には生じているかを確認、そして仮に生じているとするならば、その理由を明らかにすることを試みる。

2. コーポレート・ガバナンスに関する報告書の分析

2-1. 具体的な分析の方法

先に確認した通り、コードには、「問題1：形式的なコンプライが行わ

れている可能性」と「問題2：不適切なエクスプレインが行われている可能性」の2つの問題が指摘されている。どちらの問題も、投資家などとの対話に支障をきたす問題であるばかりか、コードの形骸化を招くような、重要な問題であると言える。そのため、これらの問題が実際に生じているかを確認することは、大変重要である。

この確認のために、2023年10月20日時点の、東証プライム市場上場会社1834社が東証に提出しているガバナンス報告書の記載内容を用いる。先に確認した通り、このガバナンス報告書は、投資者にとってのコーポレートガバナンス情報の比較可能性の向上を念頭に置いているものであり、ステークホルダーとの対話へ寄与すべく、適切な情報が提供されるべき重要な報告書であること、またコードの遵守状況を一目で確認できる有効な手段であることから、採用する。

まず、問題1の分析においては、コードに存在する、コンプライした場合においても、ガバナンス報告書等においてそのコンプライの状況を開示する必要のある原則に注目し、その回答を点数付けし、分類することで、企業が、その開示に対しどのような態度で臨んでいるかを明らかにすることを試みる。これにより、コンプライを選択した原則に対して、企業がどの程度真摯に取り組んでいるのかが明らかとなる³⁷⁾。このような分析を通じて、間接的ではあるが、形式的なコンプライが行われている可能性を明らかにすることを試みる。具体的には、ダイバーシティ関連の情報開示を求める、補充原則2-4①のコンプライの回答を用いる。

次に、問題2の分析においては、サステナビリティ関連の取り組み並びに情報開示を求める補充原則3-1③のエクスプレインの回答について、適切、不適切の分類を行う。この原則は、とりわけ、理念的な要素が多く含まれているような、「攻めのガバナンス」掲げるコードらしい原則であり、各企業において解釈が異なりやすい原則であると考えられる。そのため、エクスプレインする場合の説明においても、各企業によって様々な回答が行われやすい原則であると考えられるため、採用する。

そして、以上2つの分類を行ったのち、さらに規模別に分類し、分析することとする。このように分類することで、仮説2)の検証を行えることはもとより、仮説1)を検証する場合においても、共通する影響力を発見しやすくなる。

より詳細な分析方法は、以下の通りである。

2-2. 補充原則2-4①の分析

2-2-1. 補充原則2-4①の分析の概要

補充原則2-4①の分析においては、原則が求める開示が、適切に行われているかを確認する。

補充原則2-4①は以下のようなものである。

【補充原則2-4①】

上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保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。

また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。

コードには、コンプライを選択した場合においても、詳細な情報の開示を求める原則が存在することは先に確認した通りだが、2-4①はまさにこの例であり、開示を求める原則の中でも、特に細かな開示を求める原則である。

ただし、コードにおける開示の方法については、金融商品取引法に基づく情報開示制度のように、開示の方法が詳細に定められているようなものではない。中には、開示が不十分であり、本来はエクスプレインとすべきところ、コンプライとしてしまっているような例も散見される。例えば、以下のような回答が該当する。

当社は、多様性を確保するため、中途採用者等を積極的に中核人材として登用しております。また、女性社員についても研修等の人材育成に力を入れ、将来の管理者を目指した取り組みを強化しております。

このような回答がどの程度存在するかを分析し、企業の情報の開示状況を確認する。

2-2-2. 補充原則 2－4 ① の分析対象

2023年10月20日時点のプライム市場のガバナンス報告書の記載内容を分析対象とする。なお、このガバナンス報告書では、自社ホームページへのリンクを記載する等、別の媒体を用いた回答という方法も認められているが、この形式による回答は分析対象に含めていない³⁸⁾。

2-2-3. 補充原則 2－4 ① の具体的な分析方法

この条文は、前段で「女性」「外国人」「中途採用者」の登用についての現状の開示と目標の提示を求めている。後段で人材育成方針と社内環境整備方針の開示を求めている。このいずれか一方でも、何らかの理由により実施していない、もしくは開示や目標の設定を行わない場合には、エクспレインとなることが想定される。

とりわけ、前段の取り扱いについては、東証ホームページ上で、Q&A³⁹⁾ の形で詳細に述べられている。これによれば、東証はコード 2－4 ① について、

- ・「女性」「外国人」「中途採用者」のうち、少なくとも 1 つ以上の項目に言及
- ・それらについての現状の開示
- ・それらについての自主的かつ測定可能な目標の設定

の 3 つを求めていることがわかり、このどれかが欠けている場合、エクспレインの対象となることが想定されていることがわかる。

以上の要素を踏まえたうえで、企業がコンプライとしてガバナンス報告書に記載している内容について、以下のような評価基準に基づいて、それぞれ1ポイントとして最大7ポイントの評価を付ける。

i	「女性」についての現状の開示があるか
ii	「女性」についての自主的かつ測定可能な目標の設定があるか
iii	「外国人」についての現状の開示があるか
iv	「外国人」についての自主的かつ測定可能な目標の設定があるか
v	「中途採用者」についての現状の開示があるか
vi	「中途採用者」についての自主的かつ測定可能な目標の設定があるか
vii	人材育成方針と社内環境整備方針の開示があるか

そのうえで、東証の Q&A に照らし、

- 「女性」「外国人」「中途採用者」のいずれの項目も、現状の開示と自主的かつ測定可能な目標の設定の両方が回答されていない（i + ii、iii + iv、v + viのいずれの組み合わせも1ポイント以下）
- 多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針の開示がない

のどちらか、もしくはその両方に該当するものについて、コンプライに妥当せず、エクスプレイン対象であるものとして分類する作業を行う。

なお、現状の開示を分析するにあたっては、「多数の外国人を登用しています」などの、実態の見えない曖昧な回答については現状の開示が行われていないものとして扱い、数値などの具体的なデータが提示されているものについてのみ、開示がなされているものとして扱った。これは、コードが設けられた背景である、投資家との建設的な対話のための適切な情報

の提供を促すという趣旨から、またその表れである基本原則３「開示・提供される情報が……正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである」の規定からして、適切な回答であるとは言えないためである。また、ガバナンス報告書の比較可能性の向上という目的からも不適切である。

ただし、目標の設定については、東証は「現状より増加させる」といった表現でも構わないとしており、具体的な数値等が示されていない場合でも、目標が設定されているものとして扱う。

以上の評価をしたのち、業種別に回答を分類し、傾向を分析する。規模の分析には TOPIX ニューインデックスシリーズ⁴⁰⁾ という、東証による区分を用いる。

2-3. 補充原則３－１③の分析

2-3-1. 補充原則３－１③の分析の概要

【補充原則３－１③】

上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD 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。

この補充原則３－１③は、2021年６月の改訂で新設された原則であり、サステナビリティ関連の取組みについての開示を求めた原則である。

この原則は、企業により対応の態度が分かれやすい原則であると考えられる。これは以下のような理由による。第一に、後段の気候変動問題に対する取組みの開示については、企業の属する業界がサービス業である場

合などでは、問題とならない可能性がある点である。第二に、気候関連の財務情報の開示に関する枠組みである TCFD⁴¹⁾ が、まだ登場して日が浅いことや、企業に対し高度な情報提供を求めることなどから対応が追いついていない企業が多い点である。実際、2022年7月14日時点における、補充原則3-1③のコンプライの選択割合は、プライム市場において62.55%にとどまっている⁴²⁾。

このように、他の原則と比べてもエクスプレインの選択割合が高く、数が多いため、エクスプレインの質の分析が行いやすいことや、そもそもの原則の内容が、各企業によって解釈が大きく異なる可能性がある内容であり、相対的にエクスプレインの内容の分析の価値が高いものと考えられることから、補充原則3-1③のエクスプレインについて、各企業の回答状況を分析することとする。

2-3-2. 補充原則3-1③の分析対象

2023年10月20日時点のプライム市場のガバナンス報告書の記載内容を分析対象とする。

2-3-3. 補充原則3-1③の具体的な分析方法

以上の要素を踏まえたうえで、企業がエクスプレインとしてガバナンス報告書に記載している内容について、以下のような評価基準に基づいて、評価を付ける。

- | | |
|-----|--------------------------------|
| i | 原則で求められている内容のうち、未実施の部分が明確であるか |
| ii | エクスプレインを選択するに至った個別事情への言及があるか |
| iii | 代替手段への言及があるか |
| iv | その他エクスプレインを選択した理由等の具体的な言及があるか |
| v | 今後エクスプレインした内容について実施予定があるか |
| vi | 実施予定の場合、実施に向けた具体的な検討状況を開示しているか |

この評価項目は、東証による「建設的な対話に資する『エクспレイン』のポイント・事例について」⁴³⁾において言及されている、「不十分と考えられる『エクспレイン』の主な類型」に沿うように作成している。

なお、回答の中には、コンプライしている部分についても、エクспレインの説明中に記載している例が一部見受けられた。そのような部分は、あくまでコンプライの説明であるため、コンプライしている事項の具体的な取り組みの言及があるなどしても、評価には含めていない。

以上のような評価をしたのち、

類型1：vの実施予定がない場合において、ii～ivのいずれについても言及がない

類型2：vの実施予定がある場合において、viに言及がない

このいずれかに該当するものについて、不適切なエクспレインであるとして分類する。

そのうえで、規模別に回答を分類し⁴⁴⁾、傾向を分析する。以下は分析の例である。実際の企業の回答をもとに、一部改変している。

評価を不適切なエクспレインであるとした例

当社でのサステナビリティに対する取組と、それに対する投資についての方針については、現在検討を行っております。

この回答は、不適切なエクспレインのタイプのうち、類型2にあてはまる。未実施の部分が明確でなく、かつ検討中であるとして実施予定の態度を示しつつも、その検討の進捗状況等に言及がないため、不適切なエクспレインに該当する。

評価を不適切なエクスプレインであるとした例

＜サステナビリティの考え方＞

当社のサステナビリティにつきましては、「現在世界規模で深刻化している環境問題や経済・社会問題等の解決に貢献するべく、ESG の課題に対して真摯に取り組むとともに、対応方針や実施状況等に関して積極的な情報開示を行うことにより、企業の持続可能性（サステナビリティ）や中長期的な企業価値の向上を実現すること」と基本方針を定め、推進体制を整えました。

＜人的資本・知的財産等への投資等＞

当社は毎年20%以上の持続的成長を目指しておりますが、その成長を生み出す資本は人材です。その知的活動によって生み出されたアイデアや創作物等の知的財産が企業価値を更に高めていくこととなるため、その価値をいかに高めていくかが経営戦略上も非常に重要だと考えます。

そこで当社では人材の質と量の両立を高次元で実現すべく、採用と教育に注力しております。

.....

なお、TCFD 等の枠組みに基づく開示については、当社ウェブサイトをご覧ください。

この回答は、類型1、類型2のどちらにも分類される。特に、なぜエクスプレインなのかが非常にわかりにくい事例である。コンプライしている部分についてのみの説明に終始しているとも思われ、エクスプレイン部分についての説明がないようにも読み取れる。

評価を適切なエクスプレインであるとした例

（コンプライ言及部分は省略）

（4）気候変動に係るリスク及び機会

気候変動に係るリスク及び収益機会が当社グループの事業活動や収益、経営戦略に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、TCFD または同等の枠組みに基づく開示に向けて準備を進めてまいります。

その対応の一環として、2021年10月に「再エネ100宣言 RE Action」に参加し、当社グループ全体で使用する電力を2030年までに再エネ率50%、2050年までには100%達成を最低限とし、可能な限り前倒しすることを目標としました。

.....

・CO2 排出量と電力使用量の推移

当社及び国内4社のCO2排出量（Scope1 及び Scope2 の概算値）及び電力使用量は下表のとおりです。データの収集につきましては、引き続き精度向上に努めてまいります。

		2021年8月期	2022年8月期
CO2 排出量（t-CO2）	当社及び国内子会社4社	389	420
電力使用量（kWh）	当社及び国内子会社4社	775,846	829,954
再エネ率（電力）		0%	0%

.....

・使用電力量に対する再生可能エネルギー率の目標

2025年：50%

2050年：100%

.....

この例は、TCFD への対応が間に合っておらず、エクスプレインを選択している事例である。現在の対応状況等、詳細な開示がなされており、わかりやすい。エクスプレインの好事例であるといえる。

Ⅲ．結果と分析

1. 結 果

1-1. 補充原則 2－4 ① の結果

【表 1 補充原則 2－4 ① 規模別 回答の割合】

	コンプライ (HP 等で公開) (%)	適切なコンプライ (%)	不適切なコンプライ (%)	エクスプレイン (%)
全体 (N=1834)	17.41	44.38	15.45	22.76
TOPIX100 (N=100)	30.00	58.00	4.00	8.00
TOPIX Mid400 (N=400)	23.25	53.00	13.00	10.75
TOPIX Small 1 (N=491)	16.50	45.42	17.52	20.57
TOPIX Small 2 (N=841)	13.67	38.05	16.77	31.51

この表は、企業の回答を規模別に、コンプライ（HP 等で公開）、適切なコンプライ、不適切なコンプライおよびエクスプレインに分類したものである。

この表からは、以下のことがわかる。

- 全体の15.45%が、不適切なエクスプレインである。
- 規模が大きいほどエクスプレインを選択している割合が下がっている。
- 規模が小さい Small 1 と Small 2 は、不適切なコンプライの割合も高い。
- 規模が大きいほど自社 HP や有価証券報告書等のガバナンス報告書以外の媒体を用いた開示が多くなる。

【表 2 補充原則 2－4 ① 規模別 不適切なコンプライの割合】

	適切なコンプライ（％）	不適切なコンプライ（％）
全体（N=1092）	74.08	25.92
TOPIX100（N=58）	93.10	6.90
TOPIX Mid400（N=264）	80.30	19.70
TOPIX Small 1（N=309）	72.17	27.83
TOPIX Small 2（N=461）	69.41	30.59

この表は、コンプライのうち、ガバナンス報告書に開示がなされたものを対象に、不適切なコンプライの割合を規模別に表した表である（表 1 の、適切なコンプライならびに不適切なコンプライのみを抽出したもの）。

この表からは、規模が小さいほど、不適切なコンプライが行われている割合が高い、という点がわかる。

【表 3 補充原則 2－4 ① 規模別 点数の割合】

	0pt（％）	1pt（％）	2pt（％）	3pt（％）	4pt（％）	5pt（％）	6pt（％）	7pt（％）
全体（N=1092）	1.56	4.40	8.33	21.25	15.93	28.94	7.51	12.09
TOPIX100（N=58）	0.00	0.00	3.45	17.24	15.52	39.66	5.17	18.97
TOPIX Mid400（N=264）	0.76	3.03	7.95	21.21	15.53	29.17	8.33	14.02
TOPIX Small 1（N=309）	2.27	3.88	6.15	23.62	17.80	28.16	9.06	9.05
TOPIX Small 2（N=461）	1.74	6.07	10.63	20.17	14.97	27.98	6.29	12.15

この表は、それぞれの評価項目を 1 ポイントとしたときの、合計の点数の割合を規模別に表した表である。

この表からは、以下のことがわかる。

- TOPIX 100において、0 ポイントならびに 1 ポイントの回答は存在しない。
- 外国人や中途採用の目標を含め、すべての項目に回答していることを示す、7 ポイントの回答の割合が、もっとも高かったのは TOPIX 100である。

- Mid400、TOPIX 100の回答は、5ポイント以上の回答が50%以上である。

【表 4 補充原則 2－4 ① 各項目の開示割合】

	女性－ 現状開示 (%)	女性－ 目標設定 (%)	女性－ 両方開示 (%)	外国人－ 現状開示 (%)	外国人－ 目標設定 (%)	外国人－ 両方開示 (%)	中途－ 現状開示 (%)	中途－ 目標設定 (%)	中途－ 両方開示 (%)	方針開示 (%)
全体 (N=1092)	88.11	88.84	81.06	56.18	20.68	18.85	63.95	21.87	19.95	83.17

この表は、開示を求められている各項目についての開示割合を表した表である（規模別ではない）。なお、両方開示は、現状開示と目標設定の両方がなされている場合を指す。

この表からは、外国人や中途採用については、目標を設定している割合が低いことがわかる。

1-2. 補充原則 3－1 ③ の結果

【表 5 補充原則 3－1 ③ コンプライの選択割合】

	コンプライ (%)	エクスプレイン (%)
全体 (N=1834)	75.66	24.34
TOPIX100 (N=100)	100.00	0.00
TOPIX Mid400 (N=400)	93.50	6.50
TOPIX Small 1 (N=491)	80.24	19.76
TOPIX Small 2 (N=841)	61.59	38.41

この表は、規模別のコンプライ選択割合を示したものである。

この表からは、規模が小さくなるほど、エクスプレインの割合が高まることがわかる。これは、補充原則 2－4 ① と同様の傾向である。なお、TOPIX 100 に属する企業は、全社、補充原則 3－1 ③ をコンプライしている。

【表 6 補充原則 3－1 ③ 回答の選択割合】

	エクスプレイン (気候変動以外) (%)	エクスプレイン (気候変動) (%)
全体 (N=1834)	30.93	69.07

この表は、各社の回答を、コンプライ、エクスプレイン（気候変動以外）およびエクスプレイン（気候変動）に分類したものである。

この表からは、気候変動以外のエクスプレインに対し、気候変動に対するエクスプレインは2倍以上であることがわかる。なお、気候変動に対するエクスプレインにおいては、とりわけ、TCFD への対応が間に合っていないことによるものが多かった。

【表7 補充原則3-1③ 不適切なエクスプレインの割合】

	適切 (%)	不適切① (%)	不適切② (%)	不適切①+② (%)
全体 (N=446)	32.51	4.48	63.00	67.49
TOPIX Mid400 (N=26)	50.00	3.85	46.15	50.00
TOPIX Small 1 (N=97)	25.77	9.28	64.95	74.23
TOPIX Small 2 (N=323)	33.13	3.10	63.78	66.97

この表は、エクスプレインの回答のうち、不適切な回答の割合を、規模別に示したものである。なお、不適切①は先述した不適切なエクスプレインの類型1、不適切②は類型2を指す。なお、TOPIX100 は全社がコンプライを選択しているため、分析対象となる回答は存在せず、表からは省いている。

この表からは、以下のことがわかる。

- 全体における不適切なエクスプレインの割合は、不適切①、②あわせて67.48%である。
- TOPIX Mid400 が、適切な回答が50.00%であるのに対し、Small 1、Small 2 の小規模な企業の回答は、その割合が著しく下がっている。
- 不適切な回答に注目すると、いずれのセグメントでも、不適切②の累計の割合が非常に高い。これは、たんに「検討中」で片付けてしまっている例がこれに該当するところ、このような回答が非常に多かったためである。

例えば、以下のような回答が不適切②に分類される。

国際的に確立された開示の枠組みである TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示について、今後検討してまいります。

【表 8 補充原則 3－1 ③ 項目別言及割合】

	評価基準 i (%)	評価基準 ii (%)	評価基準 iii (%)	評価基準 iv (%)	評価基準 v (%)	評価基準 vi (%)
全体 (N=446)	88.11	88.84	81.06	56.18	20.68	18.85

この表は、評価基準それぞれについて、言及された割合を示したものである。

とりわけ確認しておくべきは、評価基準 ii の「エクस्पラインを選択するに至った個別事情への言及があるか」である。特に環境問題に対する回答で言及されることが多かった。たとえば、以下のようなパターンである。

当社は IT サービスの提供を社業としており、物品の製造など環境負荷の高い事業は行っておりませんので、現在のところ、気候変動問題が当社事業に重大な影響を及ぼすことは想定されません。しかしながら、地球環境が人類共通の財産であり未来からの大切な預かりものであるという認識に基づき、2004年から ISO14001 の認証を取得し、資源利用の低減とごみの排出削減に努めております。また、気候変動にかかる企業各社の対応のうち IT 化にかかる部分はすべて当社の事業領域であり、当社の収益拡大は、お客様の業務効率化に貢献し、資源利用の低減とごみの排出削減へとつながり、地球環境保全に貢献します。このため、当社の成長が気候変動を抑えることにつながると考えております。以上のような考え方にに基づき、現在のところ TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示には取り組んでおりません。今後、必要に応じて検討してまいります。

これは、企業の属する業界の構造が、遵守することが適当ではない、必

要ではない、あるいはできないような構造にある場合に、合理的な説明をすることで、遵守せずとも良いとする枠組みである、コンプライ・オア・エクスプレインが、想定通りに機能した例と言える。

1-3. 【まとめ】それぞれの分析の結果から明らかになったこと

1-3-1. 補充原則 2－4 ① の分析の結果から明らかになったこと

まず、補充原則 2－4 ① の開示においては、不適切な開示が存在し、その割合は、企業の規模が小さくなるほど増えることが確認できた。また、回答の得点別に見ても、規模が最も大きい TOPIX100 においては、半数以上の回答が 5 ポイントを超えており、外国人や中途採用についても触れた積極的な回答が多かった一方で、規模が最も小さい TOPIX Small 2 においては、半数以上の回答が 4 ポイント以下であり、3 ポイント以下の回答も 38.61%と、高い割合であった。

それ以外には、ガバナンス報告書以外の媒体を用いた開示は、規模が大きくなるにつれて、増えることが確認できた。

1-3-2. 補充原則 3－1 ③ の分析の結果から明らかになったこと

まず、コンプライの選択割合については、規模が小さくなるほど下がる（エクスプレインの選択割合が上がる）ことがわかった。また、TOPIX 100 については、100社全社がコンプライを選択していることがわかった。

次に、不適切なエクスプレインについてである。補充原則 3－1 ③ のエクスプレインにおいては、不適切なエクスプレインは存在し、その割合は、全体で 67.48%と高いことがわかった。また、不適切なエクスプレインの割合を規模別にみると、TOPIX Mid400 は 50.00%が不適切であったのに対し、Small 1 は 74.23%、Small 2 は 66.87%と、補充原則 2－4 ①と同様に、規模が小さくなると、不適切な回答の割合が増えることがわかった。ただし、Small 1 と Small 2 を比較すると、規模の大きい Small 1の方が、不適切な回答の割合が高かった。

1-3-3. 分析により明らかになったこと

以上の 2つの分析から、少なくとも、補充原則 2－4 ①のコンプライ

に際しての開示ならびに、補充原則 3 - 1 ③ のエクスプレインの回答においては、指摘されていた問題である、問題 1：形式的なコンプライが行われている可能性、問題 2：不適切なエクスプレインが行われている可能性、のいずれもが生じていることが明らかになった。そして、これらの割合は、規模が小さくなるほど高まることが明らかになった。

このことから、ガバナンス報告書の回答は、主たる利用者である投資家にとって、少なくとも、補充原則 2 - 4 ① のコンプライに際しての開示ならびに、補充原則 3 - 1 ③ のエクスプレインの回答の範囲においては、比較可能性が高い等の有用なものであると言い難く、東証の想定している通りの機能を十分に果たしているとは言い難い。

以上のことから、コードは、東証の想定した通りの機能を十分に果たしているという評価をすることは、現状では難しいものと思われる。

ただし、コンプライ・オア・エクスプレインの想定する、各社の判断において、妥当でない場合は説明することで採用しなくて良いという機能については、補充原則 3 - 1 ③ エクスプレインの回答の分析から、一定程度機能していることがわかった。

2. 分 析

2-1. なぜこのような問題が起こっているのか

さて、ガバナンス報告書の分析を通じて、問題 1：形式的なコンプライが行われている可能性、問題 2：不適切なエクスプレインが行われている可能性、のいずれもが生じていることが明らかとなり、そしてこれらの割合が、規模が小さくなるほど高まることが明らかになったが、なぜこのような結果となったのだろうか。仮説に沿って検討する。

仮説 1) 企業に対するステークホルダーの影響力の差によって、遵守率が変わる

仮説 2) 企業の規模や属する業界の構造によって、遵守率が変わる

まず、仮説２）について、この分析の結果においては、企業規模が大きいほど、適切な回答が増え、規模が小さいほど、不適切な回答が増えていた、という点からして、概ねこの仮説通りの結果となったものと考えられる。企業規模が大きいと、このような中長期的な戦略についても取り組むような余剰リソースが存在する可能性がより高いと考えられるため、遵守率が上がる、ということであると考えられる。

次に、仮説１）についてであるが、この仮説が正しいとすれば、分析の結果からして、規模が大きいほど企業に対するステークホルダーの影響力が大きく、規模が小さいほど影響力が小さいということになる。このような状況が現実には生じていると考えることはできるだろうか。

一つ、これに対する解答として考えるのは、機関投資家の属性が、企業の規模によって異なるのではないか、ということである。つまり、規模の大きい企業には、中長期保有を前提とし（中長期保有を我慢できるだけの体力と戦略がある）、企業に対して中長期的な成長戦略やガバナンス改革を求めるような機関投資家が投資を行う傾向にあり、一方で規模の小さい企業には、キャピタルゲインの獲得を中心的な目標とした、短期的な株主価値の向上を狙う、短期保有の機関投資家が投資を行う傾向にあるのではないか、ということである。前者のような機関投資家は、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明している場合が多いだろう。逆に、後者のような機関投資家は、スチュワードシップ・コードの受け入れを表明していない場合が多いだろうし、たとえ受け入れていたとしても、その実践は疎かになる可能性がある。それどころか、むしろ、中長期的な戦略に対し投資を行うことを嫌う可能性さえある。この点、そのような「短期的な利益を捻出する一方、先行投資を抑制するため長期的な価値創造」を犠牲にするようなアクティビストらがターゲットにするのが、「持ち株比率を高めやすい時価総額の小さな会社」であることを指摘する者⁴⁵⁾ もいる。

仮に、このような状況があるのだとすれば、規模の大きい企業は、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードからなる「車

の両輪」が機能し、コード遵守に対する圧力を受けやすい構造にあり、逆に、規模の小さい企業は、「車の両輪」が機能せず、コード遵守に対する圧力を受けにくい、それどころかむしろ守らなくするような逆のインセンティブが生じるような構造にあるということになり、仮説1)のような状況が実際に起こっている、と考えることができる。

以上のことから、現状のコードには、概ね仮説の通りの状況が生じており、それによって、とりわけ規模の小さい企業において、コードの実効性が十分に確保されておらず、不適切な取り扱いが行われていると考えられる。

2-2. コードをより実効性のあるものにするために

さいごに、上記のような問題が生じているコードの実効性を、より高めるにはどのようにすれば良いかについて、若干の検討を加えたい。

あらためて、コードが作られたそもそもの背景に立ち返ってみると、それは「持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため」であって、現状の、余剰リソースが十分にあり、中長期的な成長戦略やガバナンス改革を求めるような機関投資家からの圧力が強いと思われる一部の企業群のみが、適切に遵守しているという状況は好ましくない。いかに小規模の会社にも、攻めのガバナンスをはじめとするコードの理念を波及させるか、という点が、まさに「日本再興戦略」が目指したところだろうが、それができていない現状にあることは、結果から確認できる通りである。

そのため、そうした一部の機関投資家からの圧力に頼らない、それ以外の方法によるエンフォースメントを、コードは身につける必要があるのではないだろうか。

仮にそのようなエンフォースメントを想定するとして、この場合の担い手となることが想定される東証は、どのようなエンフォースをすることが効果的なのかを検討する。

2-2-1. 開示を求める項目についての適切な回答の公表

第一に、適切な回答を公表することが効果的であると考え、これは、

ガバナンス報告書の記載内容等について、適切な開示が行われている企業をリストアップし公表するということであり、リストに載った企業は、ステークホルダーからの評価が上がる可能性があることから、適切な回答を行うインセンティブが生まれる。

このような公表については、東証は徐々に推し進めつつあるように思われる。東証は2023年10月26日に「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表の公表等について」⁴⁶⁾と称したニュースを公表した。これは、2023年12月末から毎月、ガバナンス報告書に「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』」というキーワードを記載した企業を集計、公表するというものである。リストに載った企業には一定の評価が期待できる一方で、「リストに載らなかった企業には相当なプレッシャーになる」⁴⁷⁾との評価もされており、一定の効果が期待されている。

ただし、公表の範囲は慎重に検討されるべきであり、やみくもに広げるべきではない。例えば、不適切なエクスプレインの回答を、企業名付きで公表を行うようなことは、避けるべきだろう。この場合、企業は、このようなサンクションを恐れるあまり、エクスプレインを選択することはなくなり、かえって形式的なコンプライを助長してしまう可能性がある。このように、公表の範囲は慎重に検討されるべき、という点には注意が必要である。

2-2-2. 回答をしやすくするためのフォーマットの改善

第二に、開示に際する事務的作業を簡便化することも重要であると考えられる。

現在のガバナンス報告書は、東証のホームページ上にあるひな形に、各社が記載する形式をとっている。このひな形に、たとえば2-4①であれば、現状開示と目標設定を、たんに数字を入力するだけで完成するような表を設けるなど、必ず記載しておくべき項目をあらかじめフォーマット上に用意しておくことなどすれば、企業に対し、必要な項目についての記

載を促すことができるだろう。エクスプレインの項目についても、記載しておくべき項目を、条文ごとに明らかにしておくことも、有効な手段の一つと考えられる。これらは、ガバナンス報告書の比較可能性の向上という観点からしても、有効な手段であると考ええる。

ただし、開示項目を具体化することにより、それ以上の開示が行われなくなるなど、かえって形式的なコンプライやエクスプレインを招くという問題も想定されうるため、その具体化の程度は慎重に検討する必要がある。

おわりに

本論文においては、ソフトローであるコードについて、かねてより実効性の問題として指摘されてきた「形式的なコンプライが行われる可能性がある」、「不適切なエクスプレインが行われる可能性がある」という2つの問題について、実際に生じているかを、ガバナンス報告書の記載内容の分析を通じて実証的に研究し、その原因を探ることを試みた。その結果、これらの問題が実際に生じていることが明らかにでき、その原因について、ソフトローのエンフォースメントに関する理論を通じて、機関投資家からの圧力の差によって生じているのではないかと示唆を加えることができた。

本論文は、研究の蓄積が十分であったとは言えない、ソフトローであるコードの実効性に関する問題を、実証的に研究したものであり、コードの実効性の問題を確認できたという結果だけでなく、その分析方法についても、今後のコードの実効性の研究へと寄与するものとして、意義がある。

今後、コードの実効性についての研究がより進展し、コードのさらなる改善が行われることで、より良いコーポレートガバナンスが実現していくことを期待したい。

- 1) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」<<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf>>（2024年1月10日閲覧）。現在の最新版は、2021年6月11日改訂版である。
- 2) 東京証券取引所「有価証券上場規程」<https://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070007001.html>（2023年12月18日閲覧）、第445条の3。
- 3) 東証・前掲注2）第436条の3。
- 4) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2022年7月14日時点）」<<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000006jro6-att/nlsgeu000006jrqr.pdf>>（2023年12月15日閲覧）24頁、参照。
- 5) II、1-1参照。
- 6) 東京証券取引所「建設的な対話に資する『エクスプレイン』のポイント・事例について」<<https://www.jpx.co.jp/news/1020/cg27su000000427f-att/cg27su00000042br.pdf>>（2023年10月15日閲覧）、において不適切なエクスプレインの事例が紹介されており、東証において不適切なエクスプレインという問題が実際に生じていることが認識されているほか、横山淳「CGコード開示の動向1『コンプライ・オア・エクスプレイン』の現況」<https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20151224_010476pdf>（2023年1月10日閲覧）、や、澤口実ほか「TOPIX一〇〇構成銘柄企業のコーポレートガバナンス・コード対応の傾向」商事法務2100号（2016年）21～32頁、などにおいて、ガバナンス報告書の回答の傾向が分析されているものの、これらの問題の解決に資するような、十分な検討がなされているとは言えない。
- 7) 2003年より行われていた東京大学21世紀 COE プログラム「国家と市場の相互関係におけるソフトロー」のプロジェクト。進行にあたり、ソフトローの解釈を統一することを目的としてこの定義が提唱された。
- 8) 藤田友敬編『ソフトローの基礎理論』（有斐閣、2008年）4～7頁。
- 9) 飯田高「ソフトローとは何か」法学教室497号（2022年）13頁。
- 10) 飯田・前掲注9）。
- 11) 野田博「コーポレートガバナンス分野」法学教室497号（2022年）23頁。
- 12) 例えば、コードの原則2－3は「上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題について、適切な対応を行うべきである」として、企業の社会的責任の達成を求めている。
- 13) 飯田・前掲注9）10～11頁、参照。松尾弘ほか「〔座談会〕ソフトローを通じた法形成の展開と課題」法学セミナー776号（2019）18～21頁、も、同様の趣旨である。
- 14) 首相官邸による「『日本再興戦略』改訂2014——未来への挑戦——」<<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JJP.pdf>>（2023年11月13日閲覧）。
- 15) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード原案」<<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/nlsgeu000005l05s-att/b7gie60000053ev4.pdf>>（2023年12月18日閲覧）。
- 16) 神田秀樹「金融法制見直しの際の視点」資本市場研究会編『企業法制の将来展望（2019年度版）』（財経詳報社、2018年）335頁。
- 17) 神田・前掲注16）。

- 18) 神田・前掲注16) 336頁。
- 19) 野田博「コーポレート・ガバナンスにおける規制手法の考察」商事法務2109号（2016年）14頁、参照。
- 20) 第1回フォローアップ会議を受けて公表された、金融庁「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況と今後の会議の運営方針」〈<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements.pdf>〉（2024年1月7日閲覧）、において、「形だけコンプライするよりも、コンプライしていない理由を積極的にエクスプレインする方が、評価に値するケースも少なくないとの指摘が多く出された」と述べられている。フォローアップ会議については、注27) 参照。
- 21) 東京証券取引所「有価証券上場規程」〈https://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070007001.html〉（2023年12月18日閲覧）、第436条の3ならびに第445条の3参照。
- 22) 日本取引所グループ「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」〈<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/01.html>〉（2023年12月18日閲覧）。
- 23) 日本取引所グループ「企業行動規範の概要」〈<https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge/7769/1/企業行動規範の概要（総説等）.pdf>〉（2023年12月18日閲覧）。
- 24) 東証・前掲注15) 参照。
- 25) 東京証券取引所「公表措置銘柄一覧」〈<https://www.jpx.co.jp/listing/measures/public-announce/index.html>〉（2024年1月6日閲覧）や、東京証券取引所「改善報告書・改善状況報告書徴求会社一覧」〈<https://www.jpx.co.jp/listing/measures/improvement-reports/index.html>〉（2024年1月6日閲覧）などで、東証による処罰状況が公開されているが、コードに対する違反による処罰は、確認できる限りでは存在しない。
- 26) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2022年7月14日時点）」〈<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000006jro6-att/nlsgeu0000006jrqr.pdf>〉（2023年12月15日閲覧）24頁、参照。
- 27) 「投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る」（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』の設置について」〈<https://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20150807-2.html>〉（2023年12月19日閲覧）、参照）ことを目的として設置された会議であり、2024年1月現在、合計28回開催されている。
- 28) 金融庁「スチュワードシップコード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第28回）事務局説明資料」〈<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20230419/02.pdf>〉（2024年1月7日閲覧）17～18頁、参照。
- 29) 金融庁・前掲注28) 18頁。
- 30) 野田博「条文ではない法規範——ソフトローとは何か コーポレートガバナンス分野」法学教室497号（2022年）24頁。
- 31) 東京証券取引所「建設的な対話に資する『エクスプレイン』のポイント・事例について」（2023）〈<https://www.jpx.co.jp/news/1020/cg27su0000000427f-att/cg27su000000042br.pdf>〉（2023年10月15日閲覧）。
- 32) ただし、企業によって解釈が大きく異なるような原則が存在すれば、正統性は下がる

いうことになり、遵守はされにくくなるだろう。

- 33) 藤田友敬＝松村敏弘「社会規範の法と経済——その理論的展望」COE ソフトロー・ディスカッション・ペーパー・シリーズ COESOFTLAW-2004-1（東京大学、2004年）6頁。
- 34) このゲームは、中谷常二「コーポレート・ガバナンスへのゲーム理論アプローチ」日本経営倫理学会雑誌第7号（日本経営倫理学会、2000年）、ならびに、藤田ほか・前掲注33)において紹介されているゲームを参考とし、簡略化ないし若干のルールの変更を加えたものである。コーポレートガバナンス分野に対してゲーム理論が適用できることについて、前者論文において検討が加えられている。
- 35) 言い換えれば、ある期の利得を、現在の利得に換算するとどれくらいになるか、その減少度合いを表した数値、という意味合いになろう。例えば、割引因子が0.9だとすると、2期後に得る100の利得は、現在、 $100 \cdot 0.9 \cdot 0.9 = 81$ の価値があると考えることができる。
- 36) 藤田ほか・前掲注33) 参照。
- 37) ただし、この評価方法の下では、例えば、コードが要求していることに対して非常に真摯に取り組んでいるにもかかわらず、ガバナンス報告書の内容が不十分であるような場合は、不適切な取り組みであるとの評価が付されることとなる。必ずしも、コードに対しての企業の真なる取り組み態度を示すものではないことには、留意いただきたい。
- 38) 一律の評価基準における評価が難しくなるなど、調査が複雑なものとなる可能性が高いことから、分析対象には含めていない。ただし、ホームページによる公開を選択した割合については、分析対象としている。
- 39) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードの補充原則2－4①について、『女性』『外国人』『中途採用者』の属性のうち『自主的かつ測定可能な目標』を設定しない属性がある場合、エクスプレインの対象となりますか。」<<https://faq.jpix.co.jp/disclo/tse/web/knowledge8343.html>>（2023年11月18日閲覧）。
- 40) 時価総額加重平均型株価指数のひとつで、流動性（株式の売買代金）ならびに時価総額（株価×株式数）を考慮して区分を行うものである。
- 41) 気候関連の情報開示およびそれに対する金融機関の対応を検討するために、G20の要請により設置された、気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）のことで、企業に対し「気候変動関連リスク」ならびに「ガバナンス」、「戦略」、「リスクマネジメント」、「指標と目標」の開示を推奨している（詳細は、TCFD コンソーシアム「TCFD とは」<<https://tcfcd-consortium.jp/about>>（2024年1月10日閲覧）など参照）。このTCFDによる提言に基づく開示方法に沿った開示が、現在の気候変動関連の開示方法の主流となっている。ただし、補充原則3－1③については、最近になってIFRSサステナビリティ開示基準なども確立されてきたこともあり、まだTCFDが完全に確立されているとは言えないため、「それと同等の枠組み」という選択肢を残している。この点、神田秀樹ほか「二〇二一年コーポレートガバナンス・コード改定〔上〕」商事法務2266号（2021年）、30～31頁、が参考になる。
- 42) 東証・前掲注26) 参照。
- 43) 東証・前掲注31) 参照。

- 44) 補充原則 2－4 ① の分類と同様に、TOPIX ニューインデックスシリーズを用いる。
- 45) 神田秀樹ほか「コーポレートガバナンス・コードを活かす企業の成長戦略〔上〕」商事法務2055号 (2015年)、36～37頁、三瓶氏の発言を参照。
- 46) 日本取引所グループ「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表の公表等について」＜<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20231026-01.html>＞ (2023年12月18日閲覧)。
- 47) 日本経済新聞「日経平均、高値圏 MBOがつなぐ改革期待」2023年11月27日付＜<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB271680X21C23A1000000/>＞ (2023年12月18日閲覧)。