

平成 30 年 4 月 27 日

## コーポレートガバナンス・コードの改訂に関するパブリックコメント

ニコラス ベネシュ  
(個人として)

### 1. CG コードの改訂案全般について

フォローアップ会議の今回の検証について、皆様のご努力に感謝します。しかし、今回の改訂の提言までには 4 年もの時間がかかっています。ご存じのように、ドイツではガバナンスコードの実効性を常に監視する委員会があつて、必要に応じて毎年でも改訂すべき点が提案されています。我が国の製造業において培われてきた「良いものを作る」、「絶えず改善する」の精神に則り、少なくとも 3 年に 1 回は、必ず CG コードの運用改善に向けてレビューするプロセスが実施されるべきであり、予め今後のタイミングとプロセスを設定しておくべきと思料します。そうしなければ、いつの間にか官僚頼みになってしまいます。具体的には、CG コードの冒頭の部分（「コーポレートガバナンス・コードについて」）で、具体的な次期改訂スケジュールを明記することが望ましいと思料します。

### 2. 原則 2-6（企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮）について

今回の改訂案で「原則 2-6（企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮）」が追加されたことは大変嬉しく思います。しかし、一つ残念なことは、企業年金の運用に当たって、「運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動」という表現が用いられたにもかかわらず、不思議なことに日本の「スチュワードシップ・コード」についての言及が全くないことです。振り返ってみれば、もともとは私が 2016 年 8 月に厚生労働省に提案した<sup>1</sup>ことがきっかけとなり、厚生労働省、日本企業連合会、金融庁（オブザーバーとして）及び専門家らが連携し、「スチュワードシップ検討会」が創成され、2017 年 3 月には同検討会の詳細な報告書（関連資料付き）が発表されるとともに、厚生労働省は初めて企業年金によるスチュワードシップ・コードの受入を促す方針を明確にしました。CG コードとスチュワードシップ・コードが「両輪」<sup>2</sup>となって機能するこ

---

1 「スチュワードシップコードが実効的に機能するために、年金ガバナンス強化の具体策を提言する」、ニコラス ベネシュ、<https://bdti.or.jp/2016/08/20/pengovrprop/>。

2 「予算が要らない、最大に評価される三本目の矢 —投資家保護のため、情報開示の枠組みである『コーポレート・ガバナンス・コード』の制定」、ニコラス ベネシュ、平成 25 年 10 月 24 日、<http://bit.ly/2bvvet5A>。

とが期待されることは周知の通りです。その時まではスチュワードシップ・コードの受入を表明した企業は少なかったものの（非金融系の上場企業の企業年金ではセコム企業年金基金のみでした。）、この厚生労働省の方針決定以降、最近になってようやく（まだ少数ですが）受入を表明する企業が出てきました。このような状況を踏まえれば、今正に時代の機運が高まっています。それなのに、スチュワードシップ・コードの受入が望まれることをCGコードの中で何故明記しないのか、疑問でなりません。これをCGコードに明記すれば、自社の企業年金がスチュワードシップ・コードを受け入れない場合はコンプライ・オア・エクスプレインの原則に従って理由を述べることとなります。これにより、投資家だけでなく、企業の重要なステークホルダーである従業員は、自身の退職後の生活を保障する資産を運用する自社のスチュワードシップ活動の重要な方針を確認することができるようになります。スチュワードシップ・コードに言及せずに曖昧にスチュワードシップ活動を促進することは建前だけ言って中身を何も述べないと同じです。

### 3. 原則 1-4（政策保有株式）について

我が国では、ガバナンスを空洞化するような「政策保有株式」がまだ高い水準（30%以上）で存在しています<sup>3</sup>。原則 1-4（政策保有株式）に関する今回の改訂案の趣旨及び内容には賛同しますが、以下の2点について追加でご検討頂きたい。

1点目は「政策保有株式」の定義です。この点、有価証券報告書では、「純投資目的以外の目的である」投資株式について記載が要求されています（企業内容等の開示に関する内閣府令の第二号様式の記載上の注意(56)のa(e)参照）。CGコードでいう政策保有株式もこれと同じ意味であると理解していますが、各企業がコンプライ・オア・エクスプレインするに当たって独自の解釈を取らないように、その定義を明確にすべきと思料します。

2点目は開示する内容です。投資家が企業との間でこれまで以上に深度のある対話を行うためには、個別の銘柄毎に具体的に株式保有の必要性等を議論できるよう、保有株式の状況をこれまで以上に詳細に開示すべきです。すなわち、個別の銘柄毎に以下の3つの事項を開示することを要求したい。

- (1) 具体的な業務提携契約の有無。

---

<sup>3</sup> ” Allegiant Shareholders in Japan ” , by Dr. Ryoko Ueda and Ken Hokugo, Governance, July 16 #265, p. 7-8, <https://bit.ly/2Ffs3UD>.

(2) 各事業年度において当該投資先企業との取引により得られた売上その他の収入総額が当該投資株式の簿価の金額以上であるか否か。

(3) 保有目的が、(あ) 継続的な顧客、(い) ポテンシャル顧客、(う) グループ企業、(え) その他、のいずれに該当するか。

上記 (2) について少し補足します。投資家の目から見れば、当該政策保有株式を保有することによる投資リスク及び資本コストに見合うだけの利益をあげているのであれば、その保有について一定の合理性があると判断することができます。そうはいつでも、全ての銘柄について、そのような利益の額（又はその前提となる売上の額）を開示することは問題も多いと思われます。そこで、何らかの目安を設定し、その目安を超えているかどうかについてだけでも、開示すべきです。私としては、最低でも、投資金額の現在価値である当該投資株式の簿価程度の年間売上（実際の利益はもっと少なくなりますが。）を得ていることが望ましい<sup>4</sup>と考えるので、上記 (2) の通り提案しました。

上記 (1) から (3) の事項は、有価証券報告書の中で開示されるのが本来であり、最終的にはそのような法改正が行われることを期待しますが、そうでない場合は、有価証券報告書の開示と同時に他の適切な方法により開示するよう CG コードで明記して頂きたい。

#### 4. 原則 4-1③、原則 4-3②及び原則 4-3③（CEO の選解任）について

原則 4-1③、原則 4-3②及び原則 4-3③は、企業における CEO の選解任の重要性を踏まえた改訂であり、CEO の選解任の重要性は参考 2 として添付された投資家と企業の対話ガイドライン案でも繰り返し言及されています。企業における CEO の選解任が重要であることは正にその通りであり、今回の改訂案自体にももちろん異論はありません。しかし、実際に企業不祥事が発生して CEO の交代の必要が生じた場合、現実には、次のような困難な問題があります。すなわち、監査役会設置会社又は監査等委員会設置会社においては、現行法上 CEO は株主により選任された既存の取締役の中からしか選任することができません。したがって、会社は、不祥事を受けて現 CEO を解任することはできたとしても、臨時株主総会<sup>5</sup>を開催して新たな取締役が選任されるまでは、既存の取締役（解任される CEO の同僚であり、同じ不祥事に関与した可能性すらある者）の中からしか新 CEO を選任することができないのです。これでは迅速な経営陣の刷新を

<sup>4</sup> 日本の平均売上総利益率は 15-30% であり 50-60% を超えることは稀なので、殆どの場合には投資株式の簿価の金額以上の売上がなければ純利益貢献が当該他社の少数（零細）持ち分を保有するリスク及び資本コストに見合うことはない（確率はゼロに等しい）と考えられます。

<sup>5</sup> 臨時株主総会の招集は、コスト、手間暇、混乱及び恥を伴うので、言うまでもなくどんな取締役会でも避けたいものです。そのため、先送りされる確率が高いです。

行うことができず、不祥事対応は大きく遅れます。改訂 CG コードの原則 4-3②では、「適時性」ある手続に従い「資質を備えた CEO」の選任が期待されていますが、これを実現することは現実的には非常に困難なのです。レガシー問題を抱えている戦略上の危機に面している企業にも似たようなことが起きます。

こうした問題点を解決するためには、取締役以外の者から CEO を選任できるようにすることが最も効果的です。この点、経済産業省は、平成 29 年 4 月 26 日付の「企業統治等に関する規律についての問題意識」<sup>6</sup>（法務省の会社法制部会提出物）の中で、「監査役設置会社および監査等委員会設置会社において、取締役会の決議によって業務執行を担う役員として執行役あるいは執行役員を選任することとし、その業務執行役員を会社の代表者としても選定できるようにすること」を提言しています。<sup>7</sup>そのような法改正が実現すれば、取締役会が経営陣の監督に注力できるようになるとともに、必要に応じて迅速な経営陣の刷新も可能になります。しかも、これまで批判されていた「執行役員」の法的問題（善管注意義務が法定されておらず、株主代表訴訟の対象にもならないこと）を解決することにも繋がります。今回の改訂案は、JPX が金融庁と協同して策定に至ったものと理解していますが、JPX も金融庁も、改訂 CG コードが唱える「適時性」が現実的に確保され得るよう、経済産業省が提言しているこの法改正について積極的に検討し、是非とも前向きな意見を発信して頂きたいと考えております。

## 5. 補充原則 4-10①（任意の仕組みの活用）について

原則 4-7 に記載されている通り、独立社外取締役には様々な役割や責務を果たすことが期待されていますが、その中でもとりわけ重要な役割は、経営陣の指名及び報酬決定における客観性と透明性を確保することです（こうした理解は諸外国においては一般的なものです）。この点は、今般の CG コードの改訂の肝とも言うべきものです。すなわち、補充原則 4-2①が修正され、経営陣の報酬決定が「客観性・透明性ある手続に従い」行われるべきことが明示され、また補充原則 4-3②が追加され、CEO の選解任が「客観性・適時性・透明性ある手続に従い」行われるべきことが明示されました。経営陣の指名及び報酬決定における客観性と透明性を要求するこれらの改訂には賛成します。

しかし、そうであるにもかかわらず、なおも経営陣の指名及び報酬決定に経営陣が主体的に関与する余地が残されてしまっています。現行法上、指名委員会等設置会社においては、CEO その他の経営陣は、指名委員会及び報酬委員会の各委員になることができます。そして補充原則 4-10①では、監査役会設置会社及び監査等委員会設置会社にお

<sup>6</sup> <http://www.moj.go.jp/content/001237422.pdf> をご参照ください。

<sup>7</sup> 経済産業省は最近には「会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する中間試案に対する意見」（平成 30 年 4 月 13 日）でも繰り返して同じことを会社法制部会に提言しました。

いて「独立社外取締役を主要な構成員とする」と述べるに留まっているため、CEO その他の経営陣がこれらの委員会の構成員になること自体は否定されていません。こうした仕組みは、日本よりも人材の流通が活発であり、また成果主義を基本としたシビアな人材評価が根付いているイギリスなどにおいては許容されるかもしれません。しかし、近年は多少の変化こそ見られるものの、日本ではまだまだ年功序列の考えが支配的であり、また企業間の人材の流通も活発ではありません。そのため、経営陣や内部昇格の取締役の企業への依存意識は強く、またこれらの者の間には厳然とした上下関係が存在することが多々あります。加えて、日本においては独立社外取締役としての職務を適切に果たすことのできる人材の育成が十分に進んでいないため、経営陣と何らかの関係のある者が独立社外取締役に選任されるケースが多くあります。このような状況のもとにおいて、指名及び報酬決定のプロセスに経営陣が同じ委員の一人として主体的に関与することができるのであれば、当該プロセスの客観性と透明性を担保することはできません。委員を兼ねる社長の指名及び報酬について話し合う際に、躊躇なく社長に退席を求めることができる委員がどれだけいるのでしょうか。

今般のCGコードの改訂をより実りあるものにするためには、(機関設計を問わず) 経営陣の指名及び報酬決定のプロセスに経営陣が関与すべきでないことを明確に定めるべきであると考えます。具体的には、補充原則 4-10①の対象に指名委員会等設置会社を加え、いずれの機関設計を採用する場合であっても、また、独立社外取締役が取締役会の過半数に達している場合であっても、経営陣の指名・報酬については、独立社外取締役のみで構成される指名委員会及び報酬委員会(指名委員会等設置会社においては法定のこれらの委員会をいい、監査役会設置会社及び監査等委員会設置会社においては指名又は報酬に関する法定外の独立した諮問委員会をいいます。)で決定すべきである旨を明記することを希望します。また、独立社外取締役のみでこれらの会議体を構成することができるよう、原則 4-8 の「独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべき」を「独立社外取締役を少なくとも 3 名以上選任すべき」に改めるべきと考えます。

なお、補充原則 4-10①に関して、上記の私の希望する改訂が行われるか否かを問わず、表現上の修正を希望します。すなわち、補充原則 4-10①では「独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより」とされています。これは、指名委員会・報酬委員会などの名称を問わず、「独立社外取締役を主要な構成員とする諮問委員会」の設置が謳われているものと理解しますが、この文言ですと、「独立社外取締役を主要な構成員とする」のあとに「・・・など」とされていることから、独立社外取締役を主要な構成員としていなくても、「独立した諮問委員会を設置」していればCGコードをコンプライしているとは誤解されてしまう恐れがあります。また、ここで使用されている「任意の」という文言も、「任意」な

のだからそのような委員会を設けていなくても CG コードに反してはいないという独自の解釈を取られる恐れがあります。したがって、このような解釈上の誤解を招かない文言に変更して頂きたい。そうすることにより、今般の改訂で「例えば」や「など」の文言が削除された趣旨を、より一層推し進めることができると考えます。

#### 6. 原則 4-14（取締役・監査役のトレーニング）について

今般の改訂に関する「コードの改訂と対話ガイドラインの策定に当たっての考え方」の第 3 項では、「多くの企業においては、こうした CEO の育成・選任に向けた取組みが不十分であることが指摘されており」、「後継者計画についても、取締役会による十分な監督が行われている企業は少数にとどまっている」等の問題意識が指摘されており、これを受けて補充原則 4-3②及び③が追加されましたが、役員研修の充実化もこうした問題の解決に大いに資するものであり、原則 4-14（取締役・監査役のトレーニング）が今回の改訂の対象にならなかったことは残念です。例えば、将来の CEO 候補の社員に対して役員になる前から取締役又は CEO として業務を行うために必要な研修を受けさせることは、それ自体、将来の CEO の育成や選任に向けた重要な取組みですし、また研修過程を通じて、各社員の能力や資質を見極めることもできます。早いうちからこのような準備をすることで、CEO の交代を円滑に行うことができるようになります。そこで、今般の補充原則 4-3②及び③で追加した内容を実現するためには、原則 4-14 をより充実した内容に修正することが合理的です。

まず、研修の対象に執行役員及び重要な子会社の役員を含めることを希望します。執行役員の段階から研修を受けることは、まさに上記の問題意識に沿うものですし、持株会社等が多く存在する現況（更には昨今の多くの不祥事は子会社で発生しているという状況）に鑑みれば、重要な子会社の役員等を研修の対象に含めるべきことは当然だと思料します。

次に、トレーニングに関するより具体的な事項の開示を明記することが望ましいです。私は公益社団法人会社役員育成機構（“BDTI”）の代表理事として、これまで役員研修について多くの企業と意見交換をし、また実際に研修を提供してきました。その中で感じたことは、役員の責務を果たすための最低限の知識さえ有していない人が、世界第三位の経済大国の上場企業やその子会社の役員になってしまっているということでした。BDTI が実施した一日研修の終了後のアンケートでは、「役員の役割が分かった」といった回答や「自分がどれだけ財務諸表・ファイナンスの知識が不足しているかを自覚できた」という回答が多く寄せられています。このことは十分な役員研修が未だ行われていないことを如実に示しています。また、公益社団法人経済法友会の「役員研修に関

するアンケート結果の分析と今後の課題」(経済法友会レポート 2016 年 2 月号<sup>8)</sup>)でも、「役員研修実施率は社内取締役に対して 53.9%、社外取締役に対して 28.9%。アンケート回答会社の 73.3%が連結売上 1,000 億円以上ということを考慮すると、実施率は低いという印象が拭えない」とされるとともに、50%もの会社について役員研修の実施時間が3時間にも満たないこと、及び研修科目毎の実施状況については、不正競争防止法が 16.2%、リスクマネジメント・クライシスマネジメントが 25.3%、CG コードが 13.1%、財務会計が 21.2%、企業価値評価が 7.1%であり、「ガバナンス・プラクティス」や「ファイナンス」等の重要科目の実施率が低いことが示されています。CG コードで役員研修についての言及がなされているにもかかわらず、企業における役員研修が一向に充実しないことの要因の一つは、補充原則 4-14②において開示の対象が「トレーニングの方針」に留まっていることです。役員研修については、残念ながら多くの企業が、「CG コードで『トレーニングの方針』を開示しなくてはならなくなったから、何らかの曖昧な方針を決めよう」という程度のものとしか位置付けていないように思えます。こうした状況を打破するためには、より具体的な事項の開示を CG コードに明記すべきです。具体的には、補充原則 4-14②を改訂し、又は新たな補充原則を設けることにより、役員の属性別に、(a)研修を受けた人数、(b)一人当たりの平均時間数 (e ラーニングのようなインタラクティブなものとそうでないものを区別する。)、(c)研修科目及びその概要、(d)外部専門家の活用の有無、並びに(e)研修に関する費用支援を企業から受けた人数とその総額を、毎年、報告すべき旨を規定することを希望します。

## 7. CG 報告書における機械可読フォーマットの改訂について

CG コードは、各企業のガバナンス体制及び具体的なプラクティスの開示を要求し、投資家がこうした情報の比較分析を容易にできるようにすることによってスチュワードシップを効率的に機能させるという明確な目的のもとに提案されました<sup>9</sup>。これは株主が企業との間で建設的な対話を行うために必要不可欠なものであり、現に、CG コードでは開示の充実に向けた多くの原則が設けられました。ところが、実際には、こうした目的はほとんど達成されていません。これは、各企業の CG 報告書内の情報の収集、比較及び分析が容易でないことに起因しています。日本の CG コードの各原則は、英米のコードと比較すると、相当程度曖昧な内容になっていますので(これは日本では監査役会設置会社、監査等委員会設置会社及び指名委員会等設置会社の3つのガバナンス体制を選択できることにも由来しています。)、単に「CG コードに従っています」というだ

<sup>8</sup> 「役員研修に関するアンケート結果の分析と今後の課題 CG コードの適用を受けて」、木村孝行氏。  
<https://bit.ly/2pzKNIU>。

<sup>9</sup> 日本経済の復活のため、コーポレート・ガバナンス・コードの早期制定を」、(ニコラス ベネシュの日本経済再生本部(金融資本市場・企業統治改革グループ)・金融調査会 合同会議へのプレゼン資料、2014年2月6日)、ページ2。  
<https://bit.ly/2G36xUq>。

けでは、当該企業において実際にどのようなプラクティスが行われているのかを把握することは困難です。そこで、個々の項目毎に具体的に何が行われているのかを開示させ、その内容を企業間で比較及び分析することが極めて重要になります。そうすることにより、初めて、いかなるガバナンス体制やプラクティスが企業業績と相関関係があるのか、また、どの企業の取り組みが優れていて、どの企業の取り組みが不十分なのかを知ることができ、投資家と企業との建設的な対話にも繋がります。そのような企業間の比較及び分析がなされないとすれば、企業において「ベスト・プラクティス」を追求する（より良いコーポレート・ガバナンスを志向する）インセンティブがなくなり、ゆくゆくはコーポレート・ガバナンス自体が衰退していくことにもなりかねません。

もともとこのような企業間の比較分析を想定して CG コードを政府に提案した私<sup>10</sup>としては、このように CG 報告書内の情報の収集、比較及び分析を容易に行うことのできない現状は残念でなりません。当初想定されたように CG コードとスチュワードシップの間で好循環が生まれるように、各企業の CG 報告書内の情報の収集、比較及び分析を容易にするための以下のような方策を導入することを強く希望します。

まず、現状では、CG コードに記載された 11 もの「開示項目」（11 の別々な方針などの説明）について、各開示項目を個別の情報とするのではなく、全部をひっくるめて一つの情報として整理してしまっていますが（全体に一つだけの XBRL タグが付けられています。）、この提供形式を改めるべきです。各項目毎に XBRL タグを付けることは容易であり、大きなコストもかかりませんし、そうしたとしても誰も不利益を受けません。すぐにでも対応して頂きたい事項です。（現在の XBRL タグの使い方は、とても異例で奇妙です。本来コンピューターがデータを分類・特定できるようにするために XBRL タグがあるにもかかわらず、むしろ機械不可読になるように全く違うデータ項目を十把一絡げにするように使われているのです。）

次に、現状では、CG 報告書の記載に当たり、直接説明することの代替として、企業のウェブサイトを参照する方法による開示や、CG 報告書内の開示項目以外の箇所での記述を（個別タグがないまま）参照する方法による開示が認められていますが、これはコンピュータシステムによる情報の収集等を著しく困難にします。CG 報告書内の該当する場所にそれに該当する情報が十分に詳しく記載されるように「記載要領」を修正すべきです。

今は AI の時代ですので、「情報の収集、比較及び分析を容易に行えるようにする」ということは、すなわち「コンピューターを使ってそれを大幅に効率化できるフォーマット

---

<sup>10</sup> 同上。

でデータを提供する」ことを意味します。そうしなければ、日本は時代遅れになると同時に、JPX/TSEのCGコードのもともとの目的も達成されません。

以上