

監査懇話会 監査技術ゼミ

**CGコードの形式的な「コンプライ」が日本企業の
コーポレートガバナンスにもたらす光と影
～監査役等に伝えたいこと**

2019年7月29日

**東京霞ヶ関法律事務所
弁護士 遠藤 元一**

アウトライン

- I コーポレートガバナンス改革
- II 具体的な改訂の内容
- III ダブルコードによるガバナンスの変化
- IV CGコードが抱える問題点・脆弱さ
- V 監査役等はコードにどのように対応するか？
- VI 日産のガバナンス問題を「形」から垣間見る

I コーポレートガバナンス改革

第1ステージ 2013年～2015年

日本版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策定

2015年6月制定当初

✓ コンプライorエクस्पラインの原則を採用したが、もともとコンプライすべきとの政策的誘導意図があるため、当初のコンプライがみたすべきハードルを比較的低く設定

第2ステージ 2016年～2018年

日本版スチュワードシップコードの改訂及び「投資家と企業の対話ガイドライン」策定とリンクしたコーポレートガバナンスコードの改訂

✓ 最終的に目指す方向（モニタリングシステムへの変革）に向けてハードルのバーをアップ

✓ スチュワードシップ・コード改訂とあわせて日本企業にグローバルなガバナンスシステムへの変革を迫り、世界的なガバナンス・エンゲージメントの潮流の一環

2013年6月

日本再興戦略—成長戦略の一環としてコーポレートガバナンスの見直し

2013年8月

目指すべき市場経済システムに関する専門調査会

「目指すべき市場システムに関する報告」—企業の持続的成長を促すため日本の実情に応じたスチュワードシップコードの策定を提言

2014年2月

日本版スチュワードシップ・コード（『責任ある機関投資家』の諸原則）を公表

⇒こちらが先行したことがユニーク（機関投資家による投資先へのモニタリング等によるガバナンスに対する規律付け）

2014年5月

✓**日本再生ビジョン**—多様な関係者による有識者会議が金融庁と東証の共同事務局によるサポートを受け、ベストプラクティスの内容やOECDの原則を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方をまとめること

2014年6月

日本再興戦略改訂2014 閣議決定

✓コーポレートガバナンスの向上により企業の「稼ぐ力」の向上を進め、経済全体の発展、国民への果実の還元に寄与するためコーポレートガバナンス・コードを策定

2014年6月

会社法改正 社外取締役の法規制を見送り（付帯決議）

2015年3月

コーポレートガバナンス・コード（原案）の公表

2015年6月

コーポレートガバナンス・コード

東証の有価証券上場規程の別添として定め、施行

2015年8月

金融庁・東証「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」（フォローアップ会議）の設置

両コードが車の両輪として日本のコーポレートガバナンスを改善することを期待



2017年5月「スチュワードシップ・コード」改訂

スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」

2017年6月「未来投資戦略2017」閣議決定

コーポレートガバナンス改革は形式から実質へと深化させていくことが重要
重点項目

✓ スチュワードシップ活動や実効的なエンゲージメントの推進

✓ 経営陣や取締役会がその役割・責務を実効的に果たすことを確保するための、客観的・適時性・透明性ある形でCEOの選解任や、必要な資質・多様性を備えた取締役会の構成、戦略等を重視した取締役会の運営、これらに対する適切な評価

✓ 株式の政策保有に関する方針の分かりやすい開示と保有の合理性のない政策保株式の縮減

2017年12月「新しい政策パッケージ」閣議決定

コーポレートガバナンスの項目で「『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』での検討を踏まえ、2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業の対話の深化を通じ、企業による（①～⑤の）取組みを促すためのガイダンスを策定するとともに、必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う

- ①事業ポートフォリオの機動的な組替えなどの果断な経営判断
- ②企業が保有する現預金等の資産の設備投資、研究開発投資、人材投資等への有効活用
- ③CEOの選解任・育成及び経営陣報酬決定に係る実効的なプロセスの確立、経営陣に対する独立社外取締役による実効的な監督・助言（独立した指名・報酬委員会の活用を含む）
- ④政策保有株式の縮減に関する方針の明確化及び政策保有株式の縮減・売却に関する「保有させている側」の理解
- ⑤企業年金のアセットオーナーとして期待される機能の発揮及び母体企業による支援

2018年6月「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定及びC Gコード改訂

★2018年6月の改訂版

✓ 実態の変化や意識の進展をみながら、幾つかの点で最終的に目指す方向に向けてハードルのバーをアップ

✓ 5つの基本原則には変更はないが、原則・補充原則でいくつもの重要な踏み込みが見られる

基本原則 1

原則1-4（政策保有株式の縮減の方向性）の明示

補充原則1-4 ①（取引の縮減を示唆すること等による政策保有株式売却の阻害の禁止）の新設

補充原則1-4 ②（政策保有株主との取引の合理性確保）の新設

基本原則 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）の新設

基本原則 3

「考え方」の部分で E S Gを含む非財務情報開示の重要性について踏み込み

原則 3 - 1（経営陣幹部の解任に当っての方針・手続及び個々の解任についての説明の開示）

補充原則 3 - 1 ①（法令の開示を含む旨の明文化）

基本原則 4

重要な踏み込みが多く見られる

補充原則 4 - 1 ③（経営責任者などの後継者計画の策定・運用への関与、後継者候補の計画的な育成の監督）

補充原則 4 - 2 ①（経営陣の報酬の客観性・透明性ある手続に従った報酬制度の設計及び具体的な報酬額の決定）

補充原則 4 - 3 ②（客観性・適時性・透明性ある手続に従った C E Oの選任）

補充原則 4-3 ③（その機能を十分発揮していないと認められる場合に CEO を解任するための客観性・手自制・透明性のある手続の確立）

原則 4-8（少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える会社における十分な人数の独立社外取締役の選任）

補充原則 4-10 ①（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の設置）

原則 4-11（ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模が両立された取締役会の構成、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者の監査役への選任）

基本原則 5

原則 5-2（対話の前提となる経営戦略や経営計画の策定・公表）で資本コストの把握や事業ポートフォリオの見直しを明記

コーポレートガバナンス・コード（改訂版）の原則全体像

江川雅子「現代コーポレートガバナンス」151頁

基本原則 1	基本原則 2	基本原則 3	基本原則 4	
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	
原則 1-1	原則 2-1	原則 3-1	原則 4-1	原則 4-8
株主の権利の確保	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定	情報開示の充実	取締役会の役割・責務①	独立社外取締役の 有効な活用
原則 1-2	原則 2-2	原則 3-2	原則 4-2	原則 4-9
株主総会における権利行使	会社の行動準則の策定・実践	外部会計監査人	取締役会の役割・責務②	独立社外取締役の独立性判断基準及び資質
原則 1-3	原則 2-3		原則 4-3	原則 4-10
資本政策の基本的な方針	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		取締役会の役割・責務③	任意の仕組みの活用
原則 1-4	原則 2-4		原則 4-4	原則 4-11
政策保有株式	女性の活躍推進を含む社内多様性の確保		監査役及び監査役会の役割・責務	取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件
原則 1-5	原則 2-5	基本原則 5	原則 4-5	原則 4-12
いわゆる買収防衛策	内部通報	株主との対話	取締役・監査役等の受託者責任	取締役会における審議の活性化
原則 1-6	原則 2-6	原則 5-1	原則 4-6	原則 4-13
株主の利益を害する可能性のある資本政策	企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮	株主との建設的な対話に関する方針	経営の監督と執行	情報入手と支援体制
原則 1-7		原則 5-2	原則 4-7	原則 4-14
関連当事者間の取引		経営戦略や経営計画の策定・公表	独立社外取締役の 役割・責務	取締役・監査役のトレーニング

C Gコード改訂の背景

2015年6月制定当初

当初のコンプライがみたすべきハードルを比較的低く設定

2018年6月の改訂版

幾つかの点で最終的に目指す方向に向けてハードルのバーをアップ

◆「未来投資戦略2017」が言及するコーポレートガバナンス改革
= 「形式」から「実質」への深化

✓ 以下の点が重点項目（114～115頁）

✓ 経営陣や取締役会がその役割・責務を実効的に果たすことを確保するための、客観性・適時性・透明性ある形でのCEOの選解任や、必要な資質・多様性を備えた取締役会の構成、戦略等を重視し取締役会の運営、これらに対する適切な評価

✓ 株式の政策保有に関する方針の分かりやすい開示と保有の合理性のない政策保有株式の縮減

◆「新しい経済政策パッケージ」―「コーポレートガバナンス改革」の項目で次のように記載（3-4 3～5頁）

「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」での検討を踏まえ、2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業対話の深化を通じ、企業による以下の取組みを促すための「ガイダンス」を策定するとともに、必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う

✓ 経営環境の変化に応じた、事業からの撤退・売却を含む、事業ポートフォリオの機動的な組替えなどの果断な経営判断（その際、例えば、事業ポートフォリオの見直しに関する方針や実効的な見直しプロセスの確立及びその説明を促進）

✓ 内部留保とともに増加傾向にある企業が保有する現預金等の資産の設備投資、研究開発投資、人材投資等への有効活用

✓ 独立した指名・報酬委員会の活用を含め、CEOの選解任・育成及び経営陣の報酬決定に係る実効的なプロセスの確立、並びに、経営陣に対する独立社外取締役による実効的な監督・助言

✓ 政策保有株式の縮減に関する方針の明確化及び政策保有株式の縮減・売却に対する「保有させている側」の理解

✓ 企業年金のアセットオーナーとして期待される機能の発揮及び母体企業による支援

＊改訂の重要項目を示し、かつ、企業にそのような取組みを促す手段として、ガイダンスの策定を挙げ、C Gコードの見直しはそれに対応する位置付け

➡ ガイダンスを具体化したものが「投資家と企業の対話ガイドライン」
(2018年6月1日)

✓ 対話ガイドラインは、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの両コードの付属文書として位置付けられ、「機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたもの」
(序文)

✓ 事務局から有識者会議に提示された対話ガイドラインの原案は、有識者会議をへても本質的な変更点はなく、パブコメで様々なコメントがよせられたにもかかわらず、内容は一切変更が加えられず

➡ 当初から、対話ガイドラインには事務局側の強固な意思が見られる

- ✓ 対話ガイドライン自体は、コンプライorエクस्पラインの対象とはなっていないが、C Gコード改訂版の改訂箇所が多くは対話ガイドラインに対応
- ✓ 対話ガイドラインでは疑問形で提示➡ C Gコード改訂版では「すべきである」に置き換え



Ⅱ 具体的な改訂の内容

原則 1 - 4

いわゆる政策保有株式

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な、個別の政策保有株式についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示すし、その基準に沿った対応を行うべきである

- ✓ 上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。

改訂前—「保有する側」による保有の合理性（資本効率性の観点からの保有の合理性）の検証（合理性があれば保有しても良い）

改訂版—「保有する側」には縮減を促し（基本的には好ましくないので縮減すべき）、新たに「保有させる側」の問題を提起（「保有する側」が得ている利益が「株式を保有していなかったら得られない利益」であるなら、「保有されている側」の特定の株主の議決権行使の見返りに利益を供与していることになり、それは経済合理的ではないとの見方に立つ）

★対話ガイドライン4-1

政策保有株式4について、それぞれの銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状況が、分かりやすく説明されているか。個別銘柄の保有の適否について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。

そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか。政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。

★対話ガイドライン4-2

政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。

★対話ガイドライン4-3

自社の株式を政策保有株式として保有する企業（政策保有株主）から当該株式の売却の意向を示された場合、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げていないか。

★対話ガイドライン4-4

政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引に係属するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行っていないか。

CGコード改訂版—対話ガイドラインに対応

補充原則 1 - 4 ①

上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有する会社（政策保有株式）から当該株式の売却の意向を示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

補充原則 1 - 4 ②

上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合成を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

★「保有させる側」の問題という視点が出てきた経緯

◆「株主利益の観点からの法規整の枠組みに関する今日的意義」（「コーポレートガバナンスに関する法律問題研究会」（2012年1月）

➡ 持合株主の議決権行使に伴う問題点として、株主による議決権行使は、株主としての地位に基づく経済的利益を目的として行使されるべきなのに、株式持合の場合は、取引上の便宜を得るとか、相手が保有する自社株式について与党株主化を目的とし、その結果、企業価値の向上が妨げられているのではないかという意識

➡ 株主を保有される側は、保有されている株式の議決権を自社に有利に行使してもらうために、取引上の便宜や相手株式の相手に都合のよい議決権行使という「利益供与」を行っているのではないか。

◆「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書」（2013年3月）

➡ 株式持合は株主が株式所有者としての地位に基づく利益とは異なる利益が存在し、そのために、企業価値の向上と無関係な自らの利益を優先することで、企業価値又は他の株主の利益を害する危険性がある…会社法上の利益供与（120条）、株主権利の一体性論、特別利害関係人の議決権行使による株主総会決議取消（831条1項3号）といった一般法理を具体的事情に応じて適用していくという形の処理の可能性が否定されているわけではない。

◆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3回）での「政策保有株式に関する意見」（「投資家フォーラム」、2015年9月）

「取引先の株式を保有することによって特別な便益を受けているのであれば「保有されている側」は「保有している側」に過度な便益を与えていることになるのではないか、との意見を紹介した上で、投資家から見て、問題の本質は政策保有の継続を前提としてコンプライまたはエクスプレインすることではない。政策保有は解消すべきであるという声が圧倒的であった…以上を踏まえ、投資家としては、株式の政策保有を行っている企業に対して、政府の新成長戦略で言われる「稼ぐ力」を向上させるために、…今後の政策保有株式の削減の方針を表明する、政策保有株主の地位を濫用した営業活動等が一般株主の利益と異なっていないことを監視する仕組みをつくる等の行動をお願いしたい

◆未来投資戦略2017（2017年6月）

✓ 株式の政策保有に関する方針の分かりやすい開示と保有の合理性のない政策保有株式の縮減（115頁）→政策保有株式の縮減を明記

◆新しい経済政策パッケージ（2017年12月）

✓ 政策保有株式の縮減に関する方針の明確化及び政策保有株式の縮減・売却に対する「保有させている側」の理解（3-5頁）

➡「保有させている側」の問題が閣議決定文書に登場

◆以上を踏まえた改訂

✓ 「保有する側」にとって保有が経済合理性があり、かつ、「保有される側」にとって議決権行使と経済的利益供与のトレードとなっていない政策保有株式の保有の理由を考えることは困難

←会社法上の利益供与（120条）にあたりうるという可能性の示唆から定型的にあたることを前提とした方策に急変

←利益供与の条文が本来想定していたことを大幅に超えたオーバーライド

←互いの長期安定保有を前提とした株式持合は、第三者からの敵対的買収の防衛手段としての役割を果たす

←買収防衛策が法制度として用意されていないわが国では一定の役割を等閑視すべきではない

原則 2 - 6

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、企業年金が運用（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を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取り組みを行うとともに、そうした取り組みの内容を開示すべきである。その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

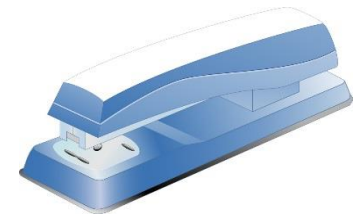
企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮に向けた母体企業による支援及び利益相反管理

- ✓ 企業年金は運用の専門性・議決権行使の両面で問題があるとの認識
- ✓ 議決権行使⇒スチュワードシップ・コードの受け入れ表明したところが少なく、議決権行使を母体企業との関係で母体企業の利益を考慮しているのではないかとの疑義

✓ 政策保有株式と同様に、企業価値とは無関係な与党株主という文脈で問題視
➡企業年金の受益者の利益となる投資先企業の価値向上のために反対すべき議案に、賛成票を投じるような、「企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反」を適切に管理し、コントロールする必要性

★対話ガイドライン5-1

自社の企業年金が運用（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を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業として、運用に当たる適切な資質を培った人材の計画的な登用・配置（外部の専門家も含む）などの人事面や運営面における取組みを行っているか。また、そうした取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか。



基本原則 3 考え方

更に、我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて定性的な説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

補充原則 3 - 1 ①

上記の情報の開示（法令に基づく開示を含む）に当たって、取締役会は、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである。

★対話ガイドライン

➡ 機関投資家と企業の対話を促進するために策定された対話ガイドラインに基づき実効性のある対話を可能とする前提として、適切な情報開示

◆エンゲージメントとしての情報開示

✓ 企業と投資家との直接対話には自ずから物理的な限界があるため、エンゲージメントの一環として、情報開示が重要であるとの整理（議決権助言会社であるグラス・ルイス）

←相対当事者間での説明義務は、不特定第三者とは情報開示となるとの理論的な説明に想いの至らない米国流の理論の貧弱さを露呈する説明

◆非財務情報の開示充実

✓ 非財務情報

—経営戦略、M D & A（Management discussion & Analysis）

✓ E S G 関連の情報も含まれる点は取扱いに留意が必要。E S G を促進する材料になるリスク（メリットといえるか慎重に判断することが要請される）

補充原則 4 - 3 ②

取締役会は、C E O の選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えた C E O を選任すべきである。

補充原則 4-3 ③

取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである。

補充原則 4-1 ③

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）についての策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて 計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

補充原則 4-1 0 ①

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・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、例えば、一取締役会の下に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などにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

◆ C E Oの選解任及び報酬を含めた監督はモニタリングの中核

★対話ガイドライン3-2

客観性・適時性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたC E Oが選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が活用されているか。

★対話ガイドライン3-3

C E Oの後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成（必要に応じ、社外の人材を選定することを含む）が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか。

★対話ガイドライン3-4

会社の業績等の適切な評価を踏まえ、C E Oがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、C E Oを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続が確立されているか。

I C G N（International Corporate Governance Network）ケリー・ワリング氏のフォローアップ会議（2017年10月）でのプレゼン

「日本では、C E Oの選任において独立取締役と相談しなかったり、外部コンサルタントを活用しなかったりするところが、他の諸国と異なっている。… I C G Nは、できる限り、独立取締役が過半数を占める指名委員会をもっと活用することを推奨する。」

基本原則 4 - 8 独立社外取締役の有効な活用

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

★対話ガイドライン3-8

独立社外取締役として、適切な資質を有する者が、十分な人数選任されているか。…

✓ モニタリングモデル志向⇒ 取締役会の過半数が独立取締役であることが要請される（英米ではその要件を満たす企業が多い）。

英国CGコード 取締役会議長と以外の取締役の過半数は独立取締役（会則11）

NYSE規則 2分の1以上は独立取締役 303A-01

✓ 機関投資家は日本企業も将来的には独立取締役を取締役会の過半数が望ましいと考えているが、当面の目標として、3分の1以上を求めている。

「国際機関投資家は最低でも3分の1の独立取締役を求める」（2017年6月） 英米大手機関投資家三者（BMO Global Asset Management, Legal General and Standard Life Investments）のプレスリリース

「最も懸念されるのは、日本の取締役会の構造と構成です。伝統的に日本の取締役会は、ほぼ社内取締役のみで構成され社外取締役は皆無でした。しかし海外を中心とした投資家の圧力や政府の市場活性化の取り組みにより、過去3年間でこの分野に著しい変化が見られました。今や日本企業の大半が取締役会に少なくとも1名の社外取締役を置いています。

我々は、取締役会に少なくとも2名の独立取締役を置くことを推奨した2015年のコーポレートガバナンス・コードの制定を歓迎しています。日本企業がグローバル慣行に整合した基準にさらに移行する機が熟したと我々は確信しています。期待されるのは、企業が少なくとも3分の1以上の独立取締役1（監査役を除きます）を置くことです。これは達成可能であり、また妥当な目標であると考えます。これがどのような意味があるのかを考えると、その他先進国市場において取締役会は過半数の独立性を維持することが期待されており、取締役会における3分の1の独立性への要求は、日本におけるコーポレートガバナンス発展の現状を反映したものであると言えます。…2014年、BMOグローバル・アセット・マネジメント（旧F&Cインベストメンツ）、リーガル・アンド・ゼネラル・インベストメント・マネジメント、スタンダード・ライフ・インベストメンツの主導の下、

グローバルな機関投資家及び資産保有者220社が、より意欲的な取締役会の独立性基準を目指して日本企業を対象とするエンゲージメントを実施するために団結しました。そして、3分の1以上の独立性は日本において実施可能かつ必要なことであり、3年以内に日本市場での規範になると考えました。特に世界的規模の日本企業は、2017年度の年次株主総会までにこの水準の独立性を達成できるとの見通しを立てました。我々はこの課題を推進するため、日本企業数社と個別にエンゲージメントを行なったことに加え、日本の主要企業33社を対象にこの水準の独立性達成を推進させることを決定しました。この33社は、時価総額や日本の株価指数に占めるウェイトなどの要因のほか、取締役会の独立性が低水準であることで選択されました。

我々のメッセージが市場で明確に理解されるよう、首相官邸、金融庁（FSA）、東京証券取引所（TSE）、経団連、経済産業省 に対しても書簡を送付しました。過去3年間にわたり、我々は日本国内で企業を訪問し面談を重ねる一方、彼らの海外出張中に面会し集団的あるいは個別的に電話や書簡でフォローアップを実施しました。

この間、ガバナンスに関する日本企業との会話は、全体的にその質と厚みに顕著な変化が見られました。我々と面談した 多数の企業が、我々のエンゲージメントがなぜ・どのように付加価値を生むかについての見解に好意的でした。FSAなどの規制当局は、我々の見解に反応しコーポレートガバナンス・コードにその見解を組み込みました。

取締役会における3分の1の独立性に対する我々の期待は、取り組みに着手した当初はほぼ不可能とされていました。今では我々が面談した企業の多くがこれを最低目標としています。最低目標を達成していない企業においても、もはや異質で達成不能な目標であるとみなされていません。最も重要なことは、多くの企業が独立取締役の取締役会への就任 によってもたらされたプラスの影響を明確に発言していることです。議決権の活用、ただし個別的に前向きな変化を実現するための議決権の活用は、株主にとって強力なツールとなっています。個々の議決権行使方針は、集团的エンゲージメント・グループ内の投資家によって異なるものの、ここ3年、全般的に独立性に対する要求を厳格化する動きが見られます。取締役会の3分の1の独立性に対する我々の期待を反映して、投資家のクリティカルマスは2017年度の株主総会シーズンを前に日本における議決権行使方針を変更しています。

ISS「2019年版 日本向け議決権行使助言基準」(2019年2月)

◆指名委員会等設置会社においては、監査役設置会社向け基準に加え、さらに下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。

✓株主総会後の取締役会の過半数が独立していない場合、ISSの独立性基準を満たさない社外取締役

✓株主総会後の取締役会に占める社外取締役8の割合が3分の1未満である場合、経営トップである取締役

✓親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会にISSの独立性基準を満たす社外取締役が最低2名いない場合、指名委員である取締役

◆取締役会

監査役会設置会社における監査役会の重要性な役割を考慮し、監査役会設置会社における独立性基準は、取締役会と監査役会の独立役員の合計人数の割合が、取締役と監査役の総人数の3分の1を占めるものとする。取締役会と監査役会の独立役員の合計人数の割合が、取締役と監査役の総人数の3分の1に満たない場合、責任追及という意味で、会長（会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者）に対して、反対助言とする。さらに、その他の非独立と判断する候補者に対しても、弊社独立性基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。

◆監査役会

監査役会の独立性基準は「過半数」とする。監査役会の独立性が弊社の基準を満たさない場合、弊社独立基準を満たす人数に達するまで、非独立と判断する候補者の選任議案に対して反対助言を行う。さらに、当該監査役と20%以上の議決権を保有する大株主との間に、密接な関係が存在すると判断した場合、その監査役を非独立とみなすだけでなく、一般株主との立場の違いなどを考慮し、監査役として不適格だと判断し、反対助言を行う。

◆指名委員会等設置会社

取締役会の独立性基準は「3分の1以上」とする。独立性基準を満たさない場合、責任追及という意味で、指名委員会の委員長に対して、反対助言とすると共に、その他の非独立と判断する候補者に対しても、弊社独立基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。

◆監査等委員会設置会社

取締役会の独立性基準は「3分の1以上」である。独立性基準を満たさない場合、責任追及という意味で、会長（会長職が存在しない場合、社長またはそれに準ずる役職の者）に対して、反対助言とすると共に、その他の非独立と判断する候補者に対しても、弊社独立基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。

補充原則 4-2 ①

取締役会は、経営陣の報酬は、一が持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

★対話ガイドライン 3-5

経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

←令和元年秋季の会社法改正のコア部分の1つ

原則 4-1 1

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり

特に、財務・会計に関する適切十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

★対話ガイドライン3-6

取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているか。その際、取締役として女性が選任されているか。

★対話ガイドライン3-7

取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、評価を通じて認識された課題を含め、その結果が分かりやすく開示・説明されているか

★対話ガイドライン3-10

監査役に、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が選任されているか。

原則 5 - 2

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、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、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

- ✓ 経営戦略・経営計画等の策定・公表は、投資家が企業と対話を行う出発点
- ✓ 投資家が経営者に対し、資本コストを意識した経営、資本利益率の向上へのコミットを要請している。資本の効率的活用は「株主から預かった資本を、アカウンタビリティーをもって長期にわたり最も有効に活用し、価値を生み出すこと」である。

ACGA「日本のコーポレートガバナンス白書」（2008年）

- ✓ コーポレートガバナンス原則で、①企業所有者としての株主、②資本の効率的活用、③独立した立場からの経営監督の3つを重視

「経営者は厳格な財務、経営規律を実施して、株主価値の長期的最大化に努めなければならない。これこそがいずれ企業価値を高め、すべてのステークホルダーが企業の成功を共有する最善の方法である。」

★対話ガイドライン1-1

持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための具体的な経営戦略・経営計画等が策定・公表されているか。また、こうした経営戦略・経営計画等が、経営理念と整合的なものとなっているか。

★対話ガイドライン1-2

経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。

★対話ガイドライン1－3

経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクを的確に把握し、新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果断な経営判断が行われているか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。

★CGコード改革第2ステージのまとめとその狙い

◆日本型経営からアメリカ型経営へのパラダイムシフト志向

✓ マネジメントシステムから英米流のモニタリングシステムへの近接・転換の促進（取締役会の独立性・実効性・多様性の強化、取締役会による経営陣の監督（モニタリング）の強化、政策保有株式の縮減の促進）

✓ スチュワードシップ・コード改訂とあわせたアセットオーナー、パッシブ投資家のスチュワードシップ責任を明記

✓ いずれも、日本企業にグローバルなガバナンスシステムへの変革を迫り、世界的なガバナンス・エンゲージメントの潮流の一環

Ⅲ ダブルコードによるガバナンスの変化

ダブルコード策定後（改訂前）のガバナンスの劇的な変化

- ✓ 社外独立取締役の選任状況 9割以上が2名以上
- ✓ 市場第一部上場企業のCGコードコンプライ率の上昇
- ✓ 株主還元率の上昇
- ✓ 配当総額も増加
- ✓ 営業利益の推移も増加
- ✓ ROEの平均が6・2%（2012～2014年）から8・5%（2015～2017年）に増加



取締役会・取締役・監査役会廻りの形式は整いつつあり、それなりの成果もみられる

※コーポレートガバナンス改革を背景に「稼ぐ力」を改善したかに見える事象

ダブルコード改訂後ー2018年のガバナンスの状況

市場第1・2部上場企業の改訂CGコード2018年12月末時点でのコンプライア
ン率は全体として低下 参照・東証「改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応
状況」（2018年12月末日時点）速報版

2017年7月対比

- ✓ 政策保有株式の減縮方針及び議決権行使基準の各策定・開示 85・8%
(▲ 11・0 %)
- ✓ CGコードコンプライア率 15・0% (▲10・9 %)
- ✓ 独立した諮問委員会の活用 48・3% (▲28・4 %)
- ✓ 取締役会の後継者計画への主体的関与 68・6% (▲18・0 %)
- ✓ ジェンダー、国際性の面での取締役会の多様化等 68・9%
(▲27・6%)
- ✓ 資本コストを意識した経営 79・8% (▲10・9%)



2019年の株主総会の状況

- ✓ 株主提案が増加 54件・176議案
- ✓ ファンド系株主からの提案は12社
- ✓ 機関投資家の提案
 - ・株主還元の提案
 - ・ガバナンス改善に関する提案
 - ・役員選解任議案
 - ・企業価値向上につながると判断される提案には機関投資家も賛成
 - ・殆どは否決されたが相応の賛成票を集めた提案も見られた

村上世彰はなぜ笑っているのか？（2019・3・9「ガイアの夜明け」

- ・日本郵船（政策保有株式を手放し増配、役員差入れ。川崎汽船との統合をしかける）
- ・広済堂
- ・マクセルHD（親子上場解消のため電池子会社を日立が子会社から切り離し）
- ・ヨロツ

Ⅳ CGコードが抱える問題点・脆弱さ

◆ CGコードの問題点（理論的、実務的双方を含む）

1) 上場会社のコーポレートガバナンスのあり方に係る所管の変更

法務省（会社法）の所管ではなく、経済官庁である金融庁・経産省（自主規制）に移管されたに等しい

✓ 従来は、法制審で審議され、会社法（商法）改正による機関設計で、コーポレートガバナンス対応が実現されてきた

✓ 2015年以後、上場会社に限り、会社の機関設計が金融庁・経産省という経済官庁が所管する、自主規制規範という形で進められる状況

✓ 2005年制定の会社法は有限会社法などに規定されていた中小企業や持分会社等のベンチャー等を包摂する幅広い会社法制の中で上場会社の機関設計を経済官庁主導で策定することに正当性・合理性があるのか

✓ しかも、コードの策定を推進する金融庁の有識者会議は実務家中心（法学者の参加は希少）

➡比較法あるいは基礎研究を踏まえたインフラ部分・バックグラウンド部分に関する知見や提言が不足しがち

2) 成長戦略の一環としての「攻めのガバナンス」

- ✓ 「健全な起業家精神の発揮」（リスクテイクの勧奨）、「会社の持続的な成長」「中長期的な企業価値の向上」を図るためのガバナンス（序文7項）
- ✓ 金融庁の英訳は「growth-oriented governance」（成長志向ガバナンス）
- ✓ ガバナンスとは「**経営者に対する監督（規律付け）の仕組み**」を意味するから「攻め」「守り」という観点は、上記のガバナンスの意味と乖離している（また、「攻め」と「守り」は不可分であり切り離せない）。
- ✓ 「攻めのガバナンス」として位置付けが誤ったメッセージをもたらし、あるいは企業の健全性を軽視ないしorリスクをもたらす可能性

Ex1 ESG

CGコードにおける ESGに関する記述⇒企業価値の向上に結びつくかのような位置付け

- ✓ ESG問題への積極的・能動的な対応が…会社自身にも利益をもたらす（基本原則2の考え方）
- ✓ リスク・ガバナンスと ESGとを区別（基本原則3の考え方）

3) プリンシプルベース・アプローチが不徹底

- ✓ 日本のC Gコードにおいてプリンシプルとは「関係者が共有する理念」と捉えられ、ルールと対比され、法的拘束力はなく、規範性も曖昧
- ✓ 制定法や判例法であるハードローと対比されるソフトローであるとされ、ハードローを上位規範、ソフトローを下位規範と捉える見解（東大の会社法研究者のソフトロー論観）では、C Gコードは、ハードローの下位規範と位置付けられる

	ルールベース（細則主義）	プリンシプルベース（原則主義）
法的拘束力	あり	なし
罰則の有無	あり	なし
規範の抽象度	具体的、詳細	抽象的、大綱
コアとなる規範	目標・理念を達成する具体的方法	実現されるべき目標・理念
具体例	法律・施行令・上場規則等	ダブルコード

英国法ではハードローとCGコードとは異なる役割分担

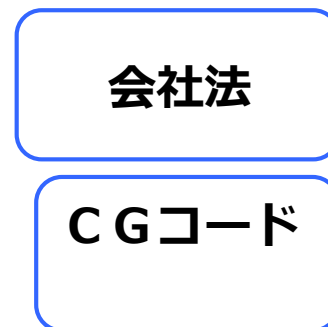
✓コードは、自主規制機関が策定し、絶対遵守しなければならない「守るべき規範」（**must comply approach**）として位置付け

∴会社法は伝統的に機関設計について詳細な規定を持たない〔取締役の義務等は2006年会社法でようやく会社法で規定〕機関設計は、定款自治に委ねられている）

✓コードは、私的自治が政府により脅かされることのないよう自主規制機関が策定する徹頭徹尾コンプライされることが前提の規範

✓ 英国コードとインターフェースをあわせるならCGコードで規定されている内容は、会社法・金商法というハードローに定めるべき

日本版CGコード



英国CGコード



4) コンプライorエクспレイン

◆日本のC Gコードのエクспレインは主として「実施しない理由」を説明することに終始

* コンプライorエクспレイン

✓ 原則を実施するか、実施しない場合にはその理由の説明を求める手法

✓ 各原則を実施するか否かは会社の判断

✓実施しない理由の説明は、①個別具体的な事情や、実現されるべき目標・理念を達成するために採用している代替手法に言及する方法、②一時的に実施していない状況にある場合、その旨や実施予定時期等、今後の方針に言及する方法

➡ 実施していないことのみをもって、実効的なガバナンスが実現されていないなどと機械的に評価するのは適切ではない

←butこれでは、最低限遵守すべき会社法・金商法に関わる事項（本来、ハードローに書かれるべき事項）もエクспレインさえすれば、遵守しなくてもよいことになりかねない

◆英国コードでは、コーポレートガバナンスが定款自治・自主規制に委ねられ、自主規制エリアを遵守するために策定されるコードはエクスプレインすることが所与の前提

- ➡ コードは、本来、コンプライ and エクスプレインが予定されている
- ✓ 代替手段を採用することを明示し、株主に説明することが許容される

5) 「誰のため」のコーポレートガバナンスなのかがC Gコードの各基本原則などにおいて不明瞭

基本原則 1 の考え方

- ✓ 株主を含む多様なステークホルダーとの適切な協働が必要といいつつ、株主はコーポレートガバナンスの規律における主要な起点でもあるとする

基本原則 2 の考え方

- ✓ 株主以外にも重要なステークホルダー（従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、さらには地域社会のよう会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる）が存在
- ✓ 上場会社は、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠

✓ ステークホルダーとの適切な協働が不可欠などの認識を踏まえて対応することが社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされるという好循環の実現に資する

基本原則 5

機関投資家とエンゲージメントを行うことが求められる

★ CGコードが重視・エンゲージメントの相手とするのは、株主（機関投資家）か、ステークホルダーか？

✓ 「会社の利益」とは「株主の利益」なのか、株主を含めた従業員、取引先などの「ステークホルダーの利益」と考えるのかで、会社のミッションやガバナンスの設計が変わってくるはず

✓ 「株主の利益」「株主価値最大化原則」が、株主の利益を最大化するような施策を策定・実施を会社に対して要求するための「矛」「武器」とされる

✓ アクティスト・ファンドや、機関投資家との協調的行動ないし機関投資家の賛成を背景として会社に対する株主利益最大化のための行動を助長

6) C Gコードのコンプライアが、アクティビスト、アクティビスト・ファンドらの要求を受け入れざるを得ない環境を企業自らが強めるリスク

◆アクティビスト及びそれに同調する機関投資家への対応策の必要性

機関投資家アクティビズム 1990年～2000年	ヘッジファンド・アクティビズム 2000年代～2013年	ヘッジファンド・アクティビズム 2013年～
年金資産の巨大化 売却困難	ヘッジファンドの興隆 機関投資家が支持する場合あり	洗練されたヘッジファンド 機関投資家との共生
議決権保有一集約化	左 同	左 同
議決権の行使 一休眠/やや活発	活発化	活発化/機関投資家とエンゲージメント
企業との交渉 一ガバナンス形式	経営方針/経営者の資質	経営方針/経営者の資質/パフォーマンス改善提案
Wall Street Rule エンゲージメント開始	主としてエンゲージメント Wall Street Rule 保有期間は中期（1～3年）	エンゲージメント 中・長期の場合も
経営者優位の揺らぎ	株主優位	株主優位

◆資本市場で存在感を増しているアクティビスト・ファンド

ヘッジファンドの1類型orアクティビストとして活動する部門を含むファンド

- ✓ 投資銘柄を絞り込み5%程度の株式を取得
- ✓ 運用を委託した投資家から比較的高い運用収益を上げることが期待され、
- ✓ ファンドマネージャーの成功報酬も運用収益とリンク
- ✓ 大手企業を相手に経営改善を要求（①経営陣との面談等を通じた経営改革要求、②資本市場やマスコミを巻き込んで改革キャンペーンを通じて経営陣に圧力、③株主総会での委任状合戦、④他のファンドとの協調行動等）

大手の主要なアメリカのアクティビスト・ファンド

Elliott Management

Starboard Value

Icahn Association Holding

Value Act

Third Point

Jana Partners

TCI Fund Management

Corvex

Pershing Square

Triam Fund

Marcato

Cevian

◆2000年代のアクティビスト

- ✓ 事業についての深い知識はない
- ✓ 会社を脅して人為的に株価を吊り上げ、企業の長期的成長を阻害し、会社や従業員の犠牲のもとに自らの短期的利益を追求
- ✓ 乗っ取り屋

◆2013年以後の「洗練されたアクティビスト」

- ✓ (銘柄を絞り込んだ) 集中投資
- ✓ 精緻なファンダメンタル分析を行い、投資先企業の事業・財務分析
- ✓ 経営陣との対話に多くの時間と経営資源を割き、現行の経営方針より優れた代替案を見出し、質の高い改善提案を要求
- ✓ 他のファンドとの協調行動 (Worf Pack)
- ✓ 水面下でのエンゲージメントで投資先企業と合意
- ✓ エンゲージメントないし公開のアクティビスト活動により実行を促し、長期的価値 (DCF価値)
- ✓ 長期保有 (正しい株価を回復するまで保有)

◆アクティビストファンドが対話等の行動に着手するきっかけとなる状況

✓ 同業他社と比較して株価のパフォーマンスが低い

特に時価総額5000億円以上の大企業で過去10年の株式収益性（TSR）が低い

✓ 粉飾、性能偽装その他、企業のレピュテーションを毀損する企業不祥事

✓ 取締役会の監視の実効性を疑わせる経営者不正、不祥事の続発

✓ 好ましくない経営者報酬

✓ 経営幹部の突如の交代

✓ 監査法人の限定意見、任期途中での交代

✓ 社外取締役の人数の少なさ（特に時価総額1000億円未満の企業）

✓ 関連当事者取引

✓ 会社提案の総会決議賛成率が平均以下

✓ CEO・政治献金開示等の株主提案の賛成率が平均以上

✓ 情報開示が適正に行われていない

✓ 買収防衛策

◆アクティビストファンドの主要な要求事項

バランスシート改善

✓ 剰余金の配当増加、自己株式の取得

✓ レバレッジの活用

事業戦略

✓ 政策保有株式、遊休資産、ノンコア事業の売却

✓ コスト削減等の事業構造の改善

✓ 業績不振企業等の経営者の交替

✓ アクティビスト関係者を取締役に選任

M&A関連（実施・中止・条件変更）

コーポレート・ガバナンス関連

✓ 社外取締役の選任

✓ クローバック条項

経営者報酬

✓ 役員報酬の個別開示等の情報開示

アクティビスト・ファンドの活動が機関投資家を変容させつつある

✓パッシブな機関投資家ーインデックス投資・ポートフォリオが分散されているため、特定の企業と深く関わることを回避してきた

✓ but投資先企業の経営に従来よりも積極的になりつつある

①ウォールストリートルールで株式を売却できない以上、長期的リターンの向上のため議決権行使を含むエンゲージメントにより投資先企業の業績の底上げを狙う

②最終投資家に対する受託者責任を果たすためにも投資先企業とのエンゲージメントが重要との認識の浸透（スチュワードシップ・コードの影響）

✓アクティビストの活動は機関投資家の基本戦略と一致する

- ・機関投資家によるアクティビストファンドへの出資

- ・アクティビストによる委任状争奪戦でも長期的価値増進のために経営陣・取締役構成の見直しや戦略変更等を提案し、機関投資家も同調

⇒アクティビストと機関投資家との共生関係が深まる

★アクティビストの台頭に対する会社法学での評価

- ✓ 株主アクティビズムが日本企業の企業価値の向上に寄与するとの楽観的な見解が会社法学説でも有力
- ✓ 上場会社における合理的無関心ないし集合行為問題を解決し、企業価値を高める可能性を持っている
- ✓ 対象会社の株価、経営面で企業価値について統計上有意にプラスの効果をもたらすとの実証的研究はある（短期的に会社の株価の上昇[トービンのQ]をもたらす）
- ✓ 会計ベースでのパフォーマンスの向上（ROAの上昇等）につながるの実証研究も、少ないが存在する
 - ・ 株主への高い超過リターン、戦略・オペレーションの改善、取締役の報酬
 - ・ 短期業績に対する圧力の緩和
- ✓ but株主アクティビストが短期的な利益を追及したり、支配権を獲得するなどして、企業の持続的な価値とは相矛盾する行動をとることへの警戒感がなさすぎる
- ✓ 会社法学が危険性を認知し、対アクティビズムの実務対応のサポートが必要

★株主価値最大化原則の法的意味とアクティビストらに濫用される危険性

✓会社法学では、株主価値最大化原則が指示されるが、その法規範性は留意点や制限・修正があるとされている

(1) 会社法の視覚からは株主の利益最大化原則を採用する他はない

(2) しかし「株主の利益」には、長期的利益を含めて考える

✓不況下において雇用を維持することは、短期的に会社の利益を減少させても、長期的には、従業員の技能・経験の蓄積を通じて、会社の利益を増加させることが期待できる

✓会社の利益に資するか否かについては取締役に広い裁量が認められるべき

(3) 株主の利益の最大化は、他のステークホルダーを含めた社会全体の利益の最大化とは必ずしも一致せず、合理的的な範囲の制限ないし修正が認められる

✓法令遵守義務（355条）は会社・株主の利益に優先する

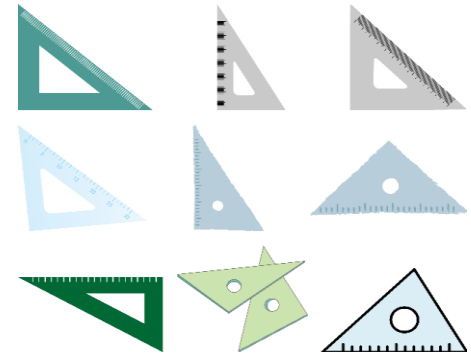
✓取締役が会社債権者の犠牲のもとに過度にリスクな投資をする等、非効率的経営は、株主の利益を最大化しうるとしても、社会全体の利益を減少させるため許されない課題

✓ 会社が相当な範囲で社会に期待される行為を行うことは株主価値最大化につながらなくても許される

(江頭・株式会社法〔第7版〕22、24頁注3、田中・会社法〔第2版〕262頁)

(4) 株主価値最大化原則は上記(2)(3)の制約等があることを踏まえて用いる必要があるが、アクティビストの側からは、剰余金分配のアップや、株価高騰のための施策を要求する武器として使われる危険がある

➡それをどのように制御するかが会社法学を含めた今後の課題



◆アクティビスト・機関投資家とのエンゲージメント等は、アメリカ法と日本法との相違を踏まえて行う必要性

①エンフォースメントの相違

②株主総会における株主の権利の相違

1. エンフォースメントの相違

アメリカ法

✓ 連邦会社法が存在しない稀な連邦国家

✓ 州会社法は会社誘致競争（race to the bottom）であり、ガバナンスは証券取引所規則等を通じて実現

✓ アメリカにおいて、最大自由の許容は、多様・強力なエンフォースメント手段を整備し、かつ実際に執行が行われるという前提条件の上に成立

ex

◆包括規制 Rule 10b-5

◆行政手続による排除命令



- ◆差止め命令 (injunction)
- ◆利益の吐き出し (disgorgement)
- ◆民事制裁金 (civil penalty)
- ◆原状回復 (restriction)

日本法

- ✓ 多様・強力なエンフォースメント手段なしに事後チェックに舵を切った
- ✓ 資本市場のガバナンスを十全に確保する法整備がされていない
 - ➡アメリカでは許されない行為を日本では自由奔放に行うファンド
 - ➡法がミニマムな規制にとどまるため、法の規制の隙間をついたグレー or 違法な行為が行われる余地
 - ➡粉飾などの違法行為を行っても、違法行為に対し徹底したエンフォースメントは行われず、共犯者らに対する摘発等も殆ど行われない
- ✓ 異なるガバナンス・モデルの下での監督のあり方を無条件でそのまま踏襲することは必ずしも有益とはいえない

2. 株主総会における株主の権利の相違



米国一株主総会における株主の権利は限定的

MBCA (Model Business Corporation Act) §8.01 (b)

デラウェア会社法(Delaware General Corporation Law (DGCL))
§141(a)

✓ 会社の通常の経営に関する権限は広く取締役任せられ、株主が関与できる余地は殆どない

✓ 株主に残される権限は取締役の選任・解任その他組織の本質にかかわる事項に限られる (DGCL§141 (a) 、MBCA§8.01 (b))

①配当の決定

➡株主総会決議事項ではない。株主総会で決議しても法的拘束力はない

②取締役の選解任

➡議決権を有する株主の過半数を保有する株主の出席のもとで相対多数、つまり得票数の多い取締役候補から順に、選任される取締役の人数に至るまでを取締役として選任する (DGCL§216(3)、MBCA§7.28 (a))

◆**累積投票**（日本法では342条）

➡基本定款に定めがある場合は、取締役の選任議案については累積投票も可能（DGCL§214、MBCA§7.28）

✓ 通常であれば選任しにくい少数派株主が推す取締役候補を選任することを可能とする制度で、少数株主の意向を会社経営に反映させる制度

✓ 上場会社では採用されていない。

◆**期差取締役制度**（classified board）

➡基本定款で、取締役を2ないし3のクラスに分け、各クラスの選任時期をずらして、毎年グループに属する取締役のみを選任する

✓ 毎年取締役を選任する（取締役の任期は原則1年 DGCL§141（b）、MBCA§8.03（c）、8.05（b））原則を守りつつも、取締役会において経験のある取締役を常に半数以上確保し、経営の安定性を維持する趣旨で導入されるため、クラスごとに選任（DGCL§141（d）、MBCA§8.06）

◆取締役の解任

✓ 基本定款に別段の定めがない限り、理由の有無を問わずに総会で解任できる株主の意思の反映について会社が特別の配慮をしている場合、期差取締役制度又は累積取締役制度を採用している場合、当該制度の下で採用された取締役を解任するには、解任の理由が必要となる

✓ 期差取締役制度が採用されている場合、デラウェア会社法では基本定款に別段の定めがない限り、株主は理由なしに取締役を解任できない（DGCL§141（k）（1））が、MBCAでは特則なし

✓ 累積投票制度を採用している場合、累積投票によって取締役を選任するのに十分である議決権数に相当する解任反対票があるときは、理由なしに当該取締役を解任できない

（（DGCL§141（k）（2））又は、累積投票によって取締役を選任するのに十分である議決権数に相当する解任反対票があるときは、理由の有無を問わず当該取締役を解任できない（MBCA§8.08（c））

➡株主が取締役会をコントロールしにくい仕組みが構築されるケースが生じる

✓ 相対的多数決投票制➡株主は取締役の選解任議案に反対できない

③役員報酬

➡株主総会決議事項ではない。

butサーベンスオクスリー法で3年に1回はsay on pay（勧告的決議にとどまり、株主総会で可決されても法的拘束力はない）

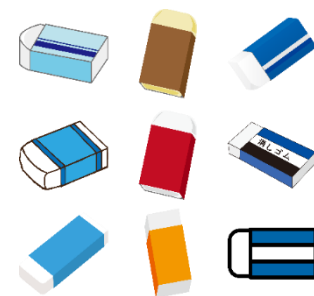
もともと、say on payは、アクティビストの対経営陣交渉の武器化している

④株主提案

➡勧告的決議にとどまり、株主総会で可決されても法的拘束力はない

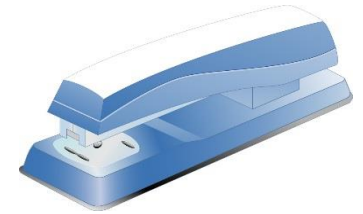
◆日本法では株主の権限が強い

➡株主総会を通じて会社経営の重要事項に関与できる仕組み



* 英米では株主価値最大化とは逆ベクトルの動向が見られる

◆英国➡ 2006年英国会社法では異なるアプローチ



※2006年英国会社法172条

✓ 取締役が負う一般的な義務の1つとして「会社の成功を促進すべき義務」
✓ 英国では、**Enlightened Shareholder Value (ESV)** の導入と捉えられている。

✓ 「啓蒙的株主価値」と訳される（多数説）が、ステークホルダー理論に合う、株主至上主義を修正する「新たな株主価値」と捉えられるべき

172条1項

= 会社の取締役は、当該会社の社員（注・株主）全体の利益のために当該会社の成功を促進する可能性が最も大きいと誠実に考えるところに従って行為しなければならない、かつそのように行為するに当たり、①長期的に発生する可能性のある結果、②従業員の利益、③供給業者、顧客等との関係の発展、④地域社会および環境への影響、⑤事業活動の評判の維持、⑥社員間の取扱いの公平性を考慮しなければならない

同条2項

➡会社の目的が株主利益以外の目的からなる場合、1項の株主の利益のために会社の成功を促進する義務を株主利益以外の目的に読み替えることを許容

株主至上主義の修正

◆アメリカ エリザベス・ウォーレン議員

➡2018年8月、A C A:Accountable Capitalism Actが上院に提出

企業は株主に対してだけでなく、従業員、顧客、地域社会等のあらゆるステークホルダーに対して、説明責任を果たす法的義務があるとのコーポレートガバナンス論に依拠

✓ 2019年4月 ゴールドマンサックスのレポート [A World Without Buybacks](#)

✓ 2010年以降の自社株買は年間4200億\$（46兆8000億円）-日銀の国内のEFT買は年6兆円

✓ 自社の株価の高騰を狙うことと、ストックオプションを付与されているCEOらがストックオプションの価値を高めるために行動

①SECは、自社株買の規則の改定を検討、議員も最低賃金や手当、年金が保証されるまで自社株買を規制することを提唱

②0金利を背景に社債を発行して自社株買が繰り返され、株価が暴落すると残るは社債の償還のための債務

V 監査役等はコードにどう対処するか？

【監査役等の対処の基本的な方針】

◆原則・補充原則の内容に応じてmust complyか否かを決定

✓ 経営者の監督（規律付け）の仕組みの強化に関わる原則、補充原則

➡可能な限りコンプライ

✓上記以外の、いわゆる「攻めのガバナンス」関係（①経営者の規律付けを弱めるもの、②規律付けは弱めないが相当な負担を伴うもの）に関わる原則、補充原則

➡業種、会社の規模、株主の状況、会社の状況等を勘案しながら、株主が反対の意向を表明する可能性を低減できるよう配慮しつつ、リスク・アプローチの視点から必要最小限の範囲をコンプライ

➡その範囲を超える事項については是々非々

◆日本企業の特徴

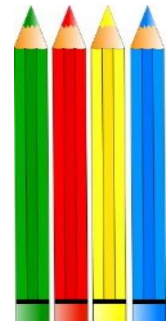
✓ 対応がひな型的・ボイラープレートになりやすい

✓ インテリジェンスの活用能力が弱い

✓ リスク認識及び対応に割り当てるリソース（人的・予算）が十分ではない

◆要考慮事情

- ✓ 会社の規模（グローバル機関投資家、グローバルアクティビスト・ファンドが標的とする規模か、国内アクティビストファンドが標的とする規模か）
- ✓ 主要株主の状況（実際にグローバル機関投資家、アクティビスト・ファンドが株主として存在しているか）
- ✓ 事業（ダイベストメントの対象となるような事業か、サプライチェーンマネジメントでESGリスクが存在するか）
- ✓ 会社の状況（アクティビスト等のきっかけとなる状況、要求事項に該当する事由があるか）



原則1-4（政策保有株式の縮減の方向性）の明示

補充原則1-4 ①（取引の縮減を示唆すること等による政策保有株式売却の阻害の禁止）の新設

補充原則1-4 ②（政策保有株主との取引の合理性確保）の新設

【監査役等の対処】

✓ 会社の事業の状況、事業展開の現在の状況・将来の見通し、主要株主の状況（グローバル機関投資家、アクティビスト・ファンドの有無）を把握した上で、買収防衛策としての政策保有株式（持合株式）が必要と判断する場合は、政策保有株式は縮減しないとの方針を決定すべき

補充原則4-10 ①（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の設置）

【監査役等の対処】

✓ 会社の事業の状況、事業展開の現在の状況・将来の見通し、主要株主の状況いかににかかわらず、経営者の監督のために重要な委員会で遵守は必至

補充原則 4-1 ③（経営責任者などの後継者計画の策定・運用への関与、後継者候補の計画的な育成の監督）

補充原則 4-3 ②（客観性・適時性・透明性ある手続に従ったCEOの選任）

補充原則 4-3 ③（その機能を十分発揮していないと認められる場合にCEOを解任するための客観性・手自制・透明性のある手続の確立）

【監査役等の対処】

✓ 会社の持続的な成長の実現は、能力ある経営者に依存すると考えられ有能なCEOを選定することが不可欠

➡ 次の3段階にわけてコンプライを進めることが1つの選択肢

✓ 第1に、業務執行のトップであるCEOの選解任が企業のサステナビリティの観点から最重要な戦略的意思決定であることを取締役全員が認識することは不可欠

✓ 第2に、任意の指名委員会を設置して（補充原則 4-1 0 ①）、客観性・適時性・透明性ある手続の要否を検討し、その検討結果を取締役会にかけて手続の策定を推進する。

✓ 第3に、手続を策定した場合は、十分な時間と資源をかけて客観性・適時性・透明性あるCEOを選任する。

補充原則 4 - 2 ①（経営陣の報酬の客観性・透明性ある手続に従った報酬制度の設計及び具体的な報酬額の決定）

【監査役等の対処】

➡ボトムラインとして、開示府令、令和元年改正会社法に従う

✓ 有価証券報告書については開示府令 2 号様式記載上の注意(57)a(d)で、会社法は2019年秋改正・2020年4月1日施行の令和元年改正会社法で経営者報酬に関する規律の遵守をボトムラインとする。

✓ そのボトムラインを超えてどこまで、客観性・透明性ある手続を策定するかは、任意の報酬委員会を設置して（補充原則 4 - 1 0 ①）、委員会で検討した上で、取締役会に図る

✓ インセンティブ報酬はそれほど重視する必要はない

原則 4 - 8（少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える会社における十分な人数の独立社外取締役の選任）

【監査役等の対処】

✓ 会社の事業の状況、事業展開の現在の状況・将来の見通し、主要株主の状況を把握し、グローバル機関投資家が主要株主を占める場合は、3分の1以上の独立社外取締役を選任する方針を採用するか否か、採用しない場合はその理由、

採用する場合は実現時期を含めたロードマップを取締役会で検討し、中間段階でグローバル機関投資家とエンゲージメントする。

✓ エンゲージメントを踏まえた上で、最終的な方針を策定する

原則 4-1 1（ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模が両立された取締役会の構成、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者の監査役への選任）

【監査役等の対処】

➡ 主要株主の状況を把握し、グローバル機関投資家が主要株主を占める場合は、3分の1以上の独立社外取締役を選任する方針を採用するか否か、採用しない場合は、具体的な綱目ごとに検討する。

取締役会の構成

✓ ジェンダー➡コンプライ

✓ 国際性➡事業の特性、取引先等の利害関係者を考慮して国際性ある人材を登用する必要があるか否かを検討

✓ 監査役の経験・能力・知識➡社内外の取締役の経験・能力・知識の状況と均衡のとれたメンバーの選任に努める

基本原則 5

原則 5 - 2（対話の前提となる経営戦略や経営計画の策定・公表）で資本コストの把握や事業ポートフォリオの見直しを明記

【監査役等の対処】

➡ボトムラインとして資本コストを理解・対話できるリテラシーを習得する



VI 日産のガバナンス問題を「形」から垣間見る

I 改定アライアンス基本合意書（RAMA）

ルノーに有利な点

- ✓ COO職以上の役員を日産に派遣できる
- ✓ 日産はルノーの議決権をもたない

日産に有利な点

- ✓ ルノーが日産株を買増すには日産の同意が必要
- ✓ 日産出身の役員はルノー出身役員より1人多い
- ✓ 日産の経営判断にルノーの不当な干渉を受けた場合、日産はルノーの株式を買増す権利を有する
- ✓ フランス政府は日産の経営に介入できない

RAMAによる組織体ルノー日産BV（RNBV）

- ✓ RNBVのマネジメントボードの構成員は10人（ルノー、日産ともに5人ずつ）
- ✓ ルノー、日産1人ずつ会長、副会長 会長はルノーから選出
- ✓ 意見が割れたときは、会長の意見を尊重

★上場子会社における利益相反問題という捉え方

✓ 上場市場は異なるが、ルノー（ユーロネクスト・パリ）・日産（東証）は親子上場企業

✓ 収益で優位な日産にとってルノーは持分法適用関連会社

✓ ルノーにとっても日産は持分法適用関連会社である（「ねじれ現象」）

✓ 親会社と子会社との利益相反問題・親会社による深刻な経済的搾取等の実態が表われている可能性

✓ ルノーの収益構造—純利益の約半分は日産からの投資利益に依存

ex 海外工場で行っていた車両の生産をルノーのフランス工場に委託

・フランス国内の雇用確保を求めるフランス政府の意向に従い、フランスの国内事情を優先した結果と捉えると、親会社による子会社利益の収奪

・日産の海外工場での生産分をルノー工場に集約することがボリウム増加による開発費・設備費の回収効果が日産にも波及し、機会損失を回避できるならばルノー・日産グループ全体の利益の最大化に資する

✓ グループ会社経営において、グループ全体の利益と個々の企業との利益に齟齬が生じる場合に、誰が、何時、どのような論拠で、その妥当性・優先劣後等を判断するかについて明確な枠組みが必要

Ⅱ CEOリザーブ

日産ガバナンス改善委員会報告書（2019・3・27）

- ✓ 日産の予算管理上、各部門の枠外で支出するための予算項目
- ✓ 2009年ころに創設
- ✓ 他部署が探知することが難しい形での支出が実行
- ✓ CEOが承認する⇒ その後、各部門から所定の手続に則った出金を行う
- ✓ 日産社内の一部部署は、出金手続に関与しているものの、支出の適切さに疑義を認知することは事実上困難

★CEOリザーブと同様のバジェットを有する企業における取締役会や社外役員
に監督・監視の仕組みをどのように構築し、運用するか

Ⅲ フランス会社法における株式会社の経営

EDInet・ルノーの有価証券報告書・638頁もの大部なものだが、公開

✓ 株式会社の経営は、①取締役会及び会長（President）及び兼最高経営責任者（Directeur General）or②幹事会（conseil de surveillance）の監督下にある業務執行体（directoire）

✓ ルノーの経営は、①の形態

✓ ①の場合の代表権は、同一人物である会長兼最高経営責任者又は（非業務執行会長とは別人の）最高経営責任者のいずれかに付与される。会長と最高経営責任者の職務は区分されているが、1人に両方の職務を与えることができる

✓ 会長兼最高経営責任者に経営権を付与する場合、法律により株主総会に明示的に授与された権限及び法律により特に取締役会に授与された権限に従い

会長兼最高経営責任者は、あらゆる状況において会社のために行動する最も後半な権限を有する。会長兼最高経営責任者は第三者との関係で会社を代表し、会社の経営全般について責任を負う

✓ 会長兼最高経営責任者の発議により取締役会は1人又は複数（5名まで）のジェネラル。マネージャーを任命又は解任することができる

ルノーの取締役会会長は、CEOとの兼務を正面から認めるフランス会社法を最大に駆使

◆ガバナンスの観点から危険とされる「権限の集中」を積極的に容認するフランス会社法

✓ ルノーは、2002年、その全ての営業資産（日産株式を含む）を、新たに設立した子会社であるRenault SASに譲渡（したがって、ルノーは持株会社）SAS（簡易性株式会社）

✓ 大幅な定款自治が許され、唯一の法定機関は1人の社長・取締役会は必置機関ではない

✓ 株式会社の取締役会または社長の権限は、SASの社長または定款に基づいて任命される指揮者が行使する

✓ 社長も指揮者も、自然人ではなく、法人でも可

✓ ルノーのトップがルノーの実体事業の経営権を無制限に実行できる

✓ 持ち株会社のルノーの取締役は、全員Renault SASの取締役を兼務

✓ 持ち株会社のルノーは売上高0、従業員0

ゴーン氏は日産でもルノーと同様、全権限を会長兼CEOに集中させるやり方を踏襲

★なぜ、取締役会会長とCEOとを分離することが適正なのか？

✓ 取締役会の重要な職務が、CEOの選任、監督、解職にあるため、CEOが取締役会会長を兼務すると、自らの評価、報酬決定、解職の責務を有する取締役会のトップをつとめることは、利益相反となるため

✓ 英国コーポレートガバナンス・コード

取締役会議長を除く締役会の構成員のうち半数以上が取締役会が独立性を有すると判断した非業務執行取締役であるべきである（各則11）

取締役会は、独立非業務執行取締役の1人を筆頭独立取締役として指名すべきである（各則12）

✓ 日本のコーポレートガバナンス・コード

会長・CEOの分離には直接は言及していないが、補充原則4-8②が「筆頭独立社外取締役」に触れている

Ⅳ 指名委員会等設置会社への移行

日産ガバナンス改善委員会報告書（2019・3・27）

「本件不正行為等に類似した問題の再発を防ぎ、（途中省略）最も明確な形で執行と監督・監査の機能が分離され、かつ、取締役の指名及び報酬の決定権限の集中を防ぐ仕組みが会社法上確保されている選択肢を採るべきであるとの結論に達した。したがって、本委員会は、日産が指名委員会等設置会社に移行することを提言することとした。」（報告書15頁）

★指名委員会等設置会社がガバナンスが最も優れた機関構成という誤解

✓ アメリカで取締役会が一層制を採り、取締役会内の委員会ながら少人数の独立取締役による委員会が決定権を有する一種の「異物」としての機能を有した時期を経て、現在の二層制に至る過渡的の制度であり、監査役会に相当する機関を生み出すまでの暫定的な制度（上村達男「新たな時代における監査役の役割」月刊監査役643号8頁）

✓ 取締役会での決定を経ずに株主総会の決議事項を決定する強大な権限をもつ

✓ ニューヨーク証券取引所規則で設置が義務付けられる委員会は取締役会の諮問機関

✓指名委員会等設置会社は、委員会の独断専行をいかに抑止するかが課題

✓ 監査等委員会設置会社、監査役会設置会社は、任意の指名・報酬委員会を設置し、実効的に運用することでモニタリング・システムの機能に近づけるかが課題

✓指名委員会等設置会社と監査等委員会設置会社、監査役会設置会社との間で決定的な相違があるということではない

★ルノーの株主権の行使に対する防御態勢としての指名委員会等設置会社の選択

✓ 指名委員会等設置会社の特徴は指名・報酬委員会が取締役会の承認決議を経ずに、経営者・報酬に係る株主総会議案を決定できること

➡取締役会でのルノーの多数派による決定に対するディフェンスとして、機関設計を選択した可能性

ご清聴ありがとうございました

弁護士 遠藤 元一



m.endo@h2dion.ne.jp



東京霞ヶ関法律事務所

〒100-0013 東京都千代田区霞が関3丁目3番1号 尚友会館6階

TEL : 03-3503-5271

URL : <http://www.tokyokasumigaseki-lawoffice.jp/>