

## コーポレートガバナンス・コード改訂案に対するパブリックコメント

ニコラス・ベネシュ

非執行理事／創設者  
公益社団法人会社役員育成機構（BDTI）

（パブリックコメントは筆者個人の見解であり、  
いかなる組織の見解を示すものではありません。）

### はじめに

本意見書は、日本のコーポレートガバナンス・コード改訂案に関し、以下の通り意見を提出するものです。

### 要旨

2013年に私が与党に対してコーポレートガバナンス・コードの導入を提唱<sup>1</sup>してから約13年が経過しましたが、今回の2026年改訂案は、日本の戦後における「経営者中心の取締役会」という長い歴史に起因して依然として残存する、ガバナンス改善を阻害する多くの根本的課題に十分に対処しているとは言えません。

本改訂案は、多くの企業が過去の慣行から脱却し、現代的なガバナンス実務を導入しようとしている現在において、より具体的かつ実務的な指針を提示する好機であったにもかかわらず、その機会を逸していると言えます。また、他国において「ベストプラクティス」とされる原則や、日本固有の歴史や取締役会慣行に照らして必要とされる論点の多くが盛り込まれていません。

さらに、開示項目の削減および比較可能性の低下、ならびにJPX／東証におけるXBRL形式の欠陥に対する対応がなされていないことにより、2013年に私が提唱した「車の両輪」概念（ステewardシップ・コードとガバナンス・コードの相互作用）の実効性が損なわれることとなります。

総じて、本改訂案は国際的な観点から見て、他国のガバナンス・コードと比較して

---

<sup>1</sup> 「私が2013年に「ダイバーシティ」に取り組むガバナンス・コードを提案するに至るまで」  
(<https://bdti.or.jp/cgcp/>)をご参照ください。

大きく見劣りする内容となっています（下記分析参照）。形式的には「実質的なガバナンスの強化」を促すものとされていますが、自らは新たな実質的内容をほとんど提示していません。

以上を踏まえ、有識者会議においては今後も継続的かつ頻繁に議論を行い、遅くとも今後2年以内に再度の改訂を行うことを強く提言いたします。

## このパブリックコメントの構成

本パブリックコメントは、以下のとおり構成されています。

1. 開示項目削減によるコードの実効性低下
2. 東証コーポレートガバナンス報告書のXBRL問題
3. 他国コードに存在する重要要素の欠落
4. 日本特有の事情に対応した指導の必要性
5. OECD諸国との比較におけるギャップ
6. 結論

### 1. 開示項目削減によるコードの実効性低下

2014年2月6日、自由民主党日本経済再生本部の分科会において私がガバナンス・コード導入を提案した際の資料の冒頭には、次のように記載しました。

「日本では、他国と比較し、ガバナンスに関する企業間の比較を容易にするディスクロージャー・ルールが少ないため、ステワードシップなどのせっかくの制度が十分に機能せず、「絵に描いた餅」になりかねない。

多くの国に存在するコーポレート・ガバナンス・コード又は同様の役割を果たす枠組みの役割は一定の仕組みや行動（プラクティス）の義務付けではなく、企業各社に説明責任を果たさせることで、ガバナンス体制およびプラクティスの情報開示を促す「従え、さもなければ説明せよ（comply or explain）」原則が主流である。」

この考え方が、コーポレートガバナンス・コード（CGC）の出発点こそでした。すなわち、ガバナンスの改善と経済生産性の向上を図るためには、各企業において実際にどのようにガバナンスが運用されているのかについて、より多くの情報開示を

求める必要があり、それによって、多くの資産運用会社が受け入れ表明を求められていたスチュワードシップ・コードの下で、企業間比較が可能となるべきである、という点です。

このロジックを表すのに、私はその以前に議員らに提出したメモの中で、これら二つのコードを「車の両輪」と表現してきました。

その後、CGCは導入され、私の提案に沿って、東京証券取引所（JPX）に提出されるコーポレートガバナンス報告書のフォーマットの中に、複数の開示項目（いわゆる「開示項目」）が設定されました。しかしながら、最近JPXが日本語で公表した資料（英語では公表されていないようです）によれば、今回の改訂案では、以下の4項目について開示が不要とされる予定です。

「(廃止される現行の開示原則)

- サステナビリティについての取組み等（補充原則 3-1③）
- 経営陣に対する委任の範囲の決定、概要の開示（補充原則 4-1①）
- 独立社外取締役の独立性判断基準（原則 4-9）
- 取締役・監査役の兼任状況（補充原則 4-11②）」

「コーポレートガバナンス報告書の更新について」, JPX, 4/10/2026, p.9。

これらはいずれも重要な開示項目であり、今後は投資家が容易にアクセスできなくなります。さらに、開示項目の見出しやフォーマットを変更することにより、これまで11年間にわたり維持されてきたコーポレートガバナンス報告書の一貫した開示形式が途切れることとなります。その結果、今後構築されるデータベースは、過去11年間の時系列データと整合させることが困難となり、分析を著しく阻害することとなります。

この問題は、同報告書のXBRLタクソノミーの欠陥を是正することにより解消可能です（後述）。しかしながら、そのような対応が行われる見込みはないように見受けられます。

また、「スリム化」を名目として一部の項目を「解釈指針」に移行することは、現行CGCに基づく実務や開示の導入に真摯に取り組んできた企業の経営陣にとって、士気の低下や混乱を招くおそれがあります。もっとも、解釈指針そのものの内容の多くは有益である点は強調すべきです。問題は、後述のとおり、現時点で完全に欠落している重要な論点について、こうした指針が大幅に不足していることにあります。

## 2. 東証コーポレートガバナンス報告書の XBRL 問題

皮肉なことに、コーポレートガバナンス報告書における開示の質が低い主因は、東京証券取引所が採用している XBRL 形式（タクソノミー）そのものにあります。この形式では、約 16 の異なる開示項目が単一の XBRL タグ<sup>2</sup>によって一括して識別され、ひとつの巨大なテキストブロックとして扱われています。その結果、各社は様々な形式や見出しを用いて個別項目を特定・記載することになり、さらにリンク先 URL を多用するケースも多く、リンク切れによる「404 エラー」が発生することも少なくありません。

このような構造のため、CGC の「開示内容」の自動的な分析や企業間比較は事実上不可能となっています。私はこの問題について、JPX、金融庁、立法関係者、投資家、一般社会に対して、少なくとも 8 年以上にわたり指摘を続けてきました。

企業間比較が容易に行えない現在の状況では、多くの投資家がいわゆる「読むに値しない開示」としてこれを敬遠するようになります。その結果、指摘されることのない企業は改善努力を怠り、悪循環が生じています。

コーポレートガバナンス報告書の他の部分における JPX の XBRL の活用は非常に高い水準にあります。だからこそ、それにもかかわらず、「開示項目」部分に限って、情報の分離・分析・比較を困難にするような形式を維持している理由は全く理解し難く、これは XBRL 本来の目的と正反対の運用と言わざるを得ません。

さらに、JPX は民間企業としてこれら報告書のデータベースへのアクセスを有料で提供していることを踏まえると、この点は一層不可解です。自らの CGC によって生成されるデータを、より利用しやすく価値の高いものとする JPX のインセンティブがあるはずで、特に AI 時代においては、データが適切に構造化されていれば、比較や自動分析は極めて有効に機能することは可能になります。

2015 年に CGC が適用開始された当時、多くの企業は開示すべき成文化されたガバナンス「方針」をまだ十分に有していなかったため、JPX は、上場料を支払う上場会社に配慮して、ある種の「忖度」として、これらの開示を抽出・比較しにくい形に意図的にしたのではないかと推測することしかできません。理由が何であれ、現

---

<sup>2</sup> XBRL タグは「DisclosuresRequiredByThePrinciplesOfTheCorporateGovernanceCode」で、これだけが巨大な細分化されていないテキストブロックを表すタグです。

在のXBRLタクソノミーは、良質なスチュワードシップやエンゲージメントを可能にし、容易にするという「車の両輪」の出発点コンセプトに真っ向から反するものです。

CGCの適用開始から11年が経過した現在、企業が他社の報告書からコピーすることなく説明できるような、書面に明文化されたガバナンス方針を有していないことについて、もはや言い訳は許されるべきではありません。同様に、JPXについても、その欠陥あるタクソノミーを修正してこなかったことは、もはや許されるべきではありません。

### 3. 他国コードに存在する重要要素の欠落

周知のとおり、日本企業の多くが1970年代から1980年代にかけて自己資金による資金調達を行うようになる以前、日本の戦後経済は当初、「銀行中心のガバナンス」によって特徴づけられていました。すなわち、銀行が資本配分を担うとともに、実質的な監督機能を果たしていました。その後、上場企業は急速に、経営陣が圧倒的多数（普通は、全員かほぼ全員）を占める「経営者中心の取締役会」へと移行し、事実上、自らを監督する体制となりました。

こうした過去の経緯から、今回の草案には含まれていないものの、他国のコーポレートガバナンス・コンプライアンス（CGC）やガバナンス関連の実務ガイドラインにはしばしば含まれている事項との間に、依然として大きな隔たりが存在します。改訂案の大部分は依然として抽象的なレベルにとどまっており、独立取締役の割合が大幅に増加したために現在必要とされている多くの重要なガバナンス慣行について、企業に対する具体的なガイダンスは提供されていません。

日本は長年にわたり「経営者中心の取締役会」を採用してきた国であることを踏まえれば、むしろこうした具体的指導・指針の必要性は他国以上に高いと言えます。これらの指針は、単なる「形式的対応（ボックス・ティッキング）」を助長するものではありません。

むしろ、指導の欠如の中で、3つの異なる法的機関設計によって生じる混乱のために、様々な段階の「自己秩序化, "self-ordering"」の途上にある多くの企業が抱える事実上の混沌の中で、ガバナンス改善に真摯に取り組む取締役会や事務局にとって、非常に有益な助言となるはずです。

以上を踏まえ、有識者会議は以下を含む重要な論点について対応すべきです。

- 「企業価値」の定義の明確化：CGCはこの用語を用いているものの、その定義を示していません。シンガポールのように「長期的な株主価値」を意味するのか、それとも経営陣が主観的に判断する「本源的価値」を指すのかが不明確です。OECD 諸国の多くのガバナンス枠組みでは、取締役会の責任は株主または株主価値との関係で明確に位置づけられています。
- 過半数独立取締役の促進：改訂案には、取締役会の過半数を独立取締役とすることを促すインセンティブが存在しません。これに対し、シンガポールやマレーシアでは、独立議長が存在する場合に限り、過半数未満（3分の1）の構成が許容されています。その結果、シンガポールでは上場企業の77.7%が取締役会の少なくとも半数を独立取締役が占めています。

改訂コードに付される前文案では、「一定の企業は将来的に取締役の過半数を独立取締役とするべきであるとの指摘がある」とされています。しかし、この文言はコード本文には含まれておらず、あくまで一部委員の意見として示されているにすぎません。

- 独立した取締役会リーダーシップ：改訂案は、独立議長やリード・インディペンデント・ディレクターの導入を促進する内容となっていません。これらはいずれも日本では稀であり、こうした役割が存在しない場合、経営陣が重要な意思決定プロセスを過度に支配することになります（改訂案に言及されている取締役会事務局機能も含めて）。
- 議長の役割の明確化：シンガポール、香港、マレーシア等のガバナンス・コードでは明確に規定されているにもかかわらず、改訂案では議長の役割について一切記載がありません。近年、日本電産やフジ・メディア・ホールディングスにおける事例のように、ガバナンス問題により議長が辞任するケースも見られる中で、この点の欠如は顕著です。特に、執行役を兼務しない真に独立した議長の役割については、日本において理解が十分に進んでおらず、その期待や慣行も未成熟な状況にあります。
- 投資家との窓口としての独立取締役：リード・インディペンデント・ディレクターの役割は、依然として社内調整機能としてのみ位置づけられており、大株主との対話窓口としての機能が明示されていません。このような具体性を欠く限り、社外取締役と株主との対話を促す指針は、多くの企業において実効性を持たないと考えられます。

- 取締役の任期制限：取締役の在任期間に関する制限についての言及がありません。8年から10年ほど経過すると、社外取締役の貢献は次第に低下する傾向があります。過去に自ら継続的に承認した方針や戦略について議論する立場になるという意味で、その地位はやや「内部者」に近いものとなっていきます。

一例として、私自身も、今年7月末のアドバンテストにおける任期満了時に、独立社外取締役を自主的に退任する予定です。その時点で在任期間は7年になりますが、この点を含む様々な理由から、取締役会には徐々の「一新」が必要であると考えています。

#### 4. 日本特有の事情に対応した指導の必要性

日本の戦後のやや特異な歴史を踏まえると、以下の分野においては、明確かつ実務的な指導が不可欠です。

・ 特別委員会および手続の指導：長年にわたって多くの企業が「委員会」を設置してこなかった日本の事情を考慮せずに、改訂案はリスクやガバナンスに関する委員会の設置可能性についての言及がなく、また委員会一般に関する基本的な手続ルールについても触れられていません。さらに、アクティビストによる要求や買収・支配権移転の局面に備えて、あらかじめ特別委員会を設置することに関する指針も示されていません。改訂案は、独立取締役に対して「株主の共同の利益を守るために行動する」ことを求め、企業に対して「適切な手続を確保し、少数株主の利益を保護する」ことを要請するにとどまっています。

現在、多くの投資家は、日本企業における「特別委員会」の意思決定の質の低さ、特に支配権移転取引における対応について強い不満を抱いています。こうした問題はどの国でも生じ得るものですが、他の主要先進国では、こうした委員会が必要となる上場企業の数が比較的少ない、あるいは法制度・取引所規則・判例等により取締役に対する指針が整備されており、投資家にとってより納得感のある結果が生じやすい環境にあります。また、日本のように、経営者のみで構成される「経営者中心の取締役会」が長期間にわたり（また、最近まで）存在してきた歴史を有する国は多くありません。

・ 取締役および就任前後研修の促進に関する手続：CGCの導入以前、日本では多くの人々が本格的な取締役研修を受けるといった慣行は存在していませんでした。私が2009年に設立した公益社団法人会社役員育成機構（BDTI）は、この分野において市

場をリードしてきました。日本のCGCは「各取締役に適した研修機会の提供および手配」を企業に求めています。我々の長い経験から、この原則は多くの企業において頻繁かつ顕著に遵守されていないことが明らかです。企業は「適切」な内容の判断を取締役本人に委ね、研修に関する方針に形式的に従って「研修機会を提供した」と開示することで「コンプライ」しているとしていますが、実際にはその「機会の提供」は暗黙のうちで、その「機会」が利用されていない場合も少なくありません。

市場関係者の多く、さらには有識者会議メンバーの委員の中にも、日本の取締役の「質」の低さ（財務諸表を読むことすらできない者が存在することを含む）について懸念が示されているにもかかわらず、今回の改訂案にはこの状況を改善するための具体的な記述が見当たりません。

したがって、改訂案においては、財務諸表を理解する能力の必要性を明確に言及するとともに、以下を促す解釈指針を盛り込むべきです。すなわち、①将来的に取締役会に参加する可能性がある執行役員<sup>3</sup>に対する就任前研修、②主要子会社の取締役に対する就任前研修、③取締役会の自己評価（各取締役の前年度の個別的な貢献度評価を含む）の結果を踏まえて、リード・インディペンデント・ディレクターまたは独立議長の役割の一部として、各取締役にとってどのような研修が適切か（あるいは必要か）を毎年評価し、個別面談の中でその研修の受講を推奨すべき、④これらに関する方針および前年度の具体的な実施状況の開示、であります。

---

<sup>3</sup> 最善の慣行としては、「執行役員」は労働契約法に基づく従業員として働くのではなく、委任契約に基づいて勤務し、「善管注意義務」の法的責任を負うべきであります。

## 5. OECD 諸国との比較におけるギャップ

本改訂案は「独立社外取締役の有効な活用」の必要性を強調していますが、多くの他国と比較すると、これを実際に実現するための具体的な実務指針が取締役会に対して著しく不足しています。

以下の図表は、OECD 諸国と日本におけるガバナンス・コードまたはこれに類する指針・規則における、取締役会のリーダーシップ、独立性、および基本的な視点に関する主要要素を比較したものです。

### 取締役会のリーダーシップ・独立性・目的に関する比較<sup>4</sup> (OECD 加盟国〔日本除く、N=37〕と日本)

項目	OECD（日本除く）	日本
株主利益または株主価値への言及	約 80～95%	明示なし（「企業価値」を使用）
議長の役割の明確な定義	約 80～90%	明示なし
独立議長の推奨（コンプライ・オア・エクスプレイン）	約 60～70%	明示なし
投資家窓口としてのリード・インディペンデント・ディレクター等の設置	約 25～35%	明示なし
取締役会レベルでの投資家窓口の明示	約 40～60%	明示なし
CEO と議長の分離	約 75～85%（推奨または義務）	明示なし
独立取締役の過半数（推奨または義務）	約 50～65%	明示なし（基準は約 1/3）
任期上限（年数の明示）	約 50～60%	明示なし
任期制限（何らかの形）	約 65～75%	限定的・間接的

<sup>4</sup> OECD Corporate Governance Factbook 2025 のデータに基づいて、Chat-GPT を用いた分析。

## 6. 結論

本パブリックコメントで指摘した諸ギャップに鑑み、有識者会議におかれては、引き続き定期的に会合を開催し、本意見書に記載した諸論点について検討を重ね、今後2年以内を目途としてコーポレートガバナンス・コードの再改訂を行うことを提言いたします。

以上