

**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 ～**

**平成 27 年 7 月 24 日**  
**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**

## 目次

第1	取り巻く環境の変化とこれに対する対応の必要性.....	1
1.	我が国企業を取り巻く環境の変化 .....	1
2.	今後の対応の方向性 .....	1
第2	基本的な考え方.....	3
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 .....	3
2.	取締役会の監督機能の活用 .....	3
3.	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
4.	具体的な取組（プラクティス）と制度の双方を踏まえた検討の必要性.....	5
第3	具体的な施策 .....	5
1.	企業における実務（プラクティス）の整理.....	5
(1)	新しいボードプラクティス .....	5
(2)	報酬設計や会社役員賠償責任保険の活用に関する実務上の工夫.....	6
2.	関連する法的解釈の明確化等.....	6
(1)	取締役会の上程事項.....	6
(2)	社外取締役の役割・機能等 .....	7
(3)	役員就任条件 .....	7
(4)	新しい株式報酬の導入 .....	8

### 別紙1 我が国企業のプラクティス集

参考資料 英米における取組の概要

### 別紙2 会社役員賠償責任保険(D&O 保険)の実務上の検討ポイント

### 別紙3 法的論点に関する解釈指針

## 第1 取り巻く環境の変化とこれに対する対応の必要性

### 1. 我が国企業を取り巻く環境の変化

- 本格的なグローバル競争時代の中であって、AI・ビッグデータ時代の到来を迎え、これまでの産業構造の大きな転換・非連続なイノベーションが求められることや、コストの面でこれまでに類をみない範囲でしのぎを削らなければならないなど、グローバル競争はこれまでにない熾烈なものとなっている。
- こうした状況のもと、我が国企業の「稼ぐ力」の向上のため、中長期的な収益性・生産性を高めることが重要である。スチュワードシップ・コードの策定（平成26年2月）、社外取締役の確保に向けた改正会社法の施行（平成27年5月）、コーポレートガバナンス・コードの策定（平成27年6月適用開始）等もこうした背景の中でなされた。
- 特に、過去の統計的な傾向を見れば、ローリスク・ローリターンへの安定志向であり、主要OECD諸国の比較において、我が国企業のROE・ROAは中央値・分散ともに極めて低い水準であることが指摘されている。
- 他方、人口減少・少子高齢化による労働投入量の減少等のマクロレベルの構造的な制約要因を抱えている中において、各企業において、女性も含めてその多様性を確保しつつ、個々の人材が能力を最大発揮できる環境整備を図っていくことが求められている。
- また、これまでのビジネスの仕方を越えた新しい仕組みづくり・ビジネスモデルの構築が求められる状況では、今後ますます激化する内外からの優秀な人材の獲得競争に如何に対応していくかも重要な課題となりつつある。
- 要すれば、これまでに経験したことのない不確実性の下で、これまでに類をみない生産性の向上が求められる中において、資本市場からの期待に応えられるよう、企業における経営者・従業員を含めた人材を如何にインセンティブ付けしていくかが大きな課題になっている。

### 2. 今後の対応の方向性

- これまでにない生産性の向上が求められる中においては、経営者・従業員両者にとって、各者が追及すべきビジョン、戦略、業績等の目標の設定が

中長期的な企業価値の向上につながる合理的なものであり、かつ、明確に規定されていることが求められる。その上で、各者が追及すべき目標の達成に向けた努力がなされるよう納得感のあるインセンティブを与えていくことが求められる。こうした目標設定やインセンティブの付与が適切でなかった場合には、企業に蓄積される無形資産も、資本市場からの期待に応えることができない非効率なものとなりかねない。

- 他方、これまでに経験したことのない不確実性の下での対処が求められる中においては、目標設定後における事業の遂行中に、事前においては予測不可能であった事態が生じることが大いにあり、各者が当初の目標達成に固執するあまりに事後的に生じた事象に迅速かつ柔軟に対応することができない場合には、成長機会を大きく逸してしまうことになりかねない。したがって、目標達成についての事後的な評価は、事後的に生じた事象を踏まえた柔軟なものであることが望ましい。
- もっとも、こうした事後的な評価の柔軟性は、状況によっては各者の目標へのコミットメントの障害となり、各者から適切な努力を引き出すことにつながらない懸念があることに配慮が必要である。
- すなわち、不確実性の下における生産性の向上の追及とは、明確性と柔軟性という一見相矛盾する要請をダイナミックに克服するインセンティブの設計を、各者に対して、それぞれの工夫を以てしていかなければいけないということである。
- そして、これらの命題は、株主と取締役との間、取締役会と代表（業務執行）取締役・執行役等の業務執行者等との間、業務執行者等と従業員との間のそれぞれに投げかけられたものであり、今日におけるコーポレート・ガバナンスの議論は、これらのインセンティブの束を如何に合理的なものとなるよう設計していくかという問いである。なお、本報告書では、検討の範囲を株主と取締役との間、取締役会と業務執行者等との間に限定して進めていく。

## 第2 基本的な考え方

### 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

- 報酬、保険や補償条件等の役員就任条件は、これまで主として企業の「コスト」として認識され、報酬規制も「お手盛り」防止の観点から内容や決定手続等が考えられてきた。
- しかし、役員就任条件は、中長期的な企業価値向上のために、優秀な人材を内外から確保し、経営者を含む業務執行者等の適切なインセンティブの創出に寄与するものであり、企業にとっては、いわば将来への投資でもある。
- 報酬、保険や補償条件等の役員就任条件を適切に活用することにより、中長期的な企業価値向上に向けて、優秀な人材を内外から確保し、経営者を含む業務執行者等のインセンティブを創出することが可能となる。

### 2. 取締役会の監督機能の活用

- 上記のように経営者に対して適切なインセンティブを付与するためには、取締役会が有効に機能することが前提となるところ、取締役会の機能としては、基本的な経営戦略や経営計画を決定することに加え、
  - 指名や報酬の決定を通じて業務執行を評価することによる監督（「監督機能」）
  - 業務執行の具体的な意思決定（「意思決定機能」）の二つがある。すなわち、取締役会は監督機能と意思決定機能の双方を果たす。
- この点、我が国の取締役会は、主として意思決定機能を果たす場合が多かった。
- もっとも、世界的な潮流における取締役会は、基本的な経営戦略や経営計画を決定することを前提に、主として監督機能を果たすことを想定しており、コーポレートガバナンス・コードにおいて、我が国の取締役会においても、機関設計を問わず、同様の機能を強化することが求められている。
- 取締役会が監督機能を発揮する場合においては、企業の基本的な経営戦略や経営計画を踏まえて、

- ▶ 経営者が適切な努力を怠ったときには、経営者の交代も含めて厳正に対応することが必要となる。
  - ▶ 他方で、経営者が適切に努力したときには、その努力を積極的に評価し、経営者がコントロールできない外性的な要因に基づく一時的・情緒的な批判から経営者を保護することも、同様に必要となる。
- このような監督機能の活用により、中長期的な企業価値の向上に向けた経営者の果断な意思決定を後押しすることが可能となる。

### 3. 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

- コーポレートガバナンス・コードにより、**Comply or Explain** ルールの下で、少なくとも2名以上の「独立社外取締役」の選任が必要とされる。
- 監督機能も担う社外取締役は、指名や報酬の決定を通じた経営の評価という経営者の視点も踏まえた判断も求められることから、企業経営経験者は社外取締役の有力かつ第一義的な候補者である。
- したがって、企業経営経験者が、自らの業種・業界を越えて、社外取締役として活躍することが望ましい。この点に関して、例えば、退任した企業の最高経営責任者（CEO）は自社の相談役より他社の社外取締役へ就任することや、グループ会社の経営経験のある執行役員クラスの人材が他社の社外取締役に就任することなどが求められる。とりわけ、執行役員クラスの人材にとっては、このような他社での社外取締役としての経験より得た経営に関する知見が、ひいては自社における経営に活かされていくことが期待される。
- また、こうした監督機能を担う人材も、上記2.で述べた機能を担っているかどうか適切に人材市場の中で評価されていくという仕組み等を通じて、その機能が適切に担われるようインセンティブ付けされていくことが望まれる。
- こうした仕組み等を通じて選任された社外取締役の役割・機能を活用して、例えば、報酬設計に関与すること等により適切なインセンティブ設計を実現（上記1.）し、取締役会の監督機能を強化（上記2.）していくことにより、中長期的な企業価値の向上に向けた経営者の果断な意思決定を後押しすることが可能となる。

#### 4. 具体的な取組（プラクティス）と制度の双方を踏まえた検討の必要性

- コーポレート・ガバナンスの強化は、中長期的な企業価値を向上させることこそが目的であり、形式的にガバナンス体制を整えるだけであれば、単に企業の対応コストのみを生じさせる結果となりかねない。
- 近年の制度の整備も踏まえて、各企業においてコーポレート・ガバナンスに関連する取組（プラクティス）を充実させ、中長期的な企業価値の向上のために活かすことこそが、真に重要である。
- したがって、コーポレート・ガバナンスに関連する制度の整備を踏まえて、中長期的に企業価値を向上させるため、コーポレート・ガバナンスに関する企業の具体的な取組と制度の双方を見据えた整理が今まさに必要とされている。
- 本研究会は、これまでの本研究会における検討を踏まえて、中長期的な企業価値を向上させるために必要となるコーポレート・ガバナンスに関する上記 1. から 3. に記載した基本的な考え方を示しており、それを実践するための下記第3に記載の具体的な施策について、取りまとめる。
- なお、コーポレート・ガバナンスに関する取組は、それぞれの企業がその置かれた状況に応じて工夫すべきものであり、本報告書に記載のプラクティス等を一律に推奨する趣旨のものではないことに留意する必要がある。

### 第3 具体的な施策

#### 1. 企業における実務（プラクティス）の整理

##### (1) 新しいボードプラクティス

- コーポレートガバナンス・コードにより、機関設計を問わず、基本的な経営戦略や経営計画を踏まえた取締役会の監督機能の強化が求められているところ、我が国の取締役会は、主として意思決定機能を果たす場合が多かった。
- また、制度の整備も踏まえて、我が国企業においても社外取締役の導入は着実に進んでいるものの、企業において活躍している社外取締役は必ずしも多くなかった。

- したがって、我が国において、取締役会が監督機能をいかに発揮するか、社外取締役が具体的にどのような役割・機能を果たすのかについて、実務（プラクティス）の蓄積は必ずしも多くない。
- さらに、取締役会の監督機能や社外取締役の導入も含めて、各企業においてはコーポレートガバナンス・コードへの対応が必要となるところ、コードが想定している取締役会の実務は、必ずしもこれまでの我が国企業において馴染みのあるものばかりではない。

そのため、

- 取締役会の監督機能の強化や社外取締役の導入を含め、我が国企業がコーポレートガバナンス・コードも踏まえて、各企業における主体的な検討や取組の参考となることを期待して、我が国企業の実務の具体例（ボードプラクティス）を取りまとめる。

## **(2) 報酬設計や会社役員賠償責任保険の活用に関する実務上の工夫**

- 我が国においては、中長期に連動する報酬を含むインセンティブ報酬が十分に活用されていない状況にある。
- 我が国で普及している会社役員賠償責任保険（D&O 保険）は更なる活用の可能性が指摘されている。

そのため、

- 報酬のインセンティブとしての機能を効果的に活かすために、報酬設計における基本的な検討の視点を整理した上で、各企業における報酬設計の具体例を取りまとめる。
- 会社役員賠償責任保険（D&O 保険）の更なる活用のために企業や役員のための実務的な検討の視点を整理する。

## **2. 関連する法的解釈の明確化等**

### **(1) 取締役会の上程事項**

- 監査役会設置会社においては、会社法 362 条 4 項各号に列挙された事項を含む「重要な業務執行の決定」は、取締役会に上程することが強制される。



- 我が国企業の圧倒的多数は監査役会設置会社であるところ、上記第2の2.のとおり、機関設計を問わず、基本的な経営戦略や経営計画を踏まえて監督機能を強化することが求められている。取締役会の役割・機能も踏まえた「重要な業務執行の決定」の範囲に関する法的解釈を整理する。

### (2) 社外取締役の役割・機能等

- 社外取締役の役割・機能を法的な観点から整理した上で、社外取締役が行った場合に社外性を失う「業務執行」の範囲や、社外取締役の監視義務の範囲を示すことにより、社外取締役の役割・機能等に関する法的解釈を整理する。

### (3) 役員就任条件

- 役員報酬、会社補償、会社役員賠償責任保険（D&O 保険）等の役員就任条件は、業務執行者等に適切なインセンティブを与え、過度にリスクを回避しないようにするための、コーポレート・ガバナンス上の重要な仕組みの一つである。
- 共通する要素として、インセンティブとしての機能と適切な決定手続の確保という点に着目して、社外取締役の役割・機能を活用することも踏まえて、以下の点を整理する。
  - 役員報酬：監査役会設置会社においては「お手盛り」防止の観点から株主総会決議が必要であるところ、インセンティブとしての機能も踏まえて報酬決定の際に必要な手続
  - 会社補償：会社補償（役員が損害賠償責任を追及された場合に、会社が当該損害賠償責任額や争訟費用を補償すること）について、我が国の会社法には明文の規定がないところ、我が国でこれを適法に行うための手続等
  - 会社役員賠償責任保険（D&O 保険）の保険料負担：株主代表訴訟担保特約部分の保険料は現在実務上役員個人が負担しているところ、これを会社が負担するために必要となる手続
  - 取締役の責任追及訴訟における提訴の判断：監査役会設置会社において、取締役の責任追及訴訟の提訴判断は監査役が行っている。提訴の判断においては、提訴されることにより会社が被る不利益、将来において取締役が積極的な意思決定を見送る可能性等も総合的に勘案する必要があるところ、当該判断における社外取締役の役割・機能の活用
- 各企業における報酬制度の選択においては、税制上の効果も一つの考慮要

素となり得る。例えば、業績連動型の報酬を付与した場合において、企業における損金算入の可否といった役員報酬をめぐる税制上の論点も、本研究会において指摘された。このような税制上の手当ての検討も含めて、役員報酬等の更なる活用のために必要となる制度の整備について検討することが考えられる。

- 取締役の責任追及訴訟における提訴の判断について、社外取締役の監督機能を適切に活用した上で、監査役が不提訴の判断を行った場合は、その判断が合理的なときには、株主もその判断を尊重して提訴しないことが適切である。合理的な不提訴の判断を行ったにもかかわらず、株主が代表訴訟を提訴した場合においては、例えば、そのような訴訟は裁判所が却下できる仕組みを設けることも、将来的には検討に値すると思われる。

#### (4) 新しい株式報酬の導入

- 我が国では株式報酬型ストックオプション（権利行使価格を1円等の極めて低廉な価格とするストックオプション）という株式保有と類似した状態の実現を意図するストックオプションは既に存在する。欧米において中長期のインセンティブとして普及している **Performance Share** や **Restricted Stock** と同様の仕組みを我が国で導入するため、信託を用いた新しい株式報酬が導入され始めている。さらに、金銭報酬債権を現物出資する方法を用いて株式報酬を導入する場合についても、その法的論点を整理する。

以上

# 「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」 委員名簿

(敬称略)

座長：	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	阿部 泰久	一般社団法人日本経済団体連合会常務理事
	砂川 伸幸	神戸大学大学院経営学研究科教授
	石田 猛行	インスティテューショナルシェアホルダーサービスズエグゼクティブ・ディレクター
	江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 コーポレートガバナンス・チーム
	大杉 謙一	中央大学法科大学院教授
	大場 昭義	東京海上アセットマネジメント株式会社代表取締役社長、日本証券アナリスト協会会長
	尾崎 安央	早稲田大学法学部教授
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	国井 厚志	アステラス製薬株式会社法務・コンプライアンス部部长
	黒見 敬三	住友商事株式会社文書総務部長
	澤口 実	森・濱田松本法律事務所弁護士
	静 正樹	株式会社東京証券取引所取締役常務執行役員
	関 孝哉	コーポレート・プラクティス・パートナーズ株式会社代表取締役
	武井 一浩	西村あさひ法律事務所弁護士
	田代 有一	キヤノン株式会社法務統括センター 上席担当部長
	寺下 史郎	株式会社アイ・アールジャパン代表取締役社長CEO
	濱口 大輔	企業年金連合会運用執行理事
	広瀬 雅行	公益社団法人日本監査役協会会長
	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	古本 省三	新日鐵住金株式会社法務部長
	柳川 範之	東京大学大学院経済学研究科教授

## 【オブザーバ】

竹林 俊憲  
油布 志行

法務省民事局参事官

金融庁総務企画局参事官（前企業開示課長）