

## 第8回 コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会 議事概要

日時:2015 年 3 月 25 日(水)13:30～15:30

場所:経済産業省 西 3 会議室(経済産業室 本館 2F)

### 1. 監査役会は重要なのか?－監査役会が業績に与える影響に関する実証分析－

(i) 発表(齋藤氏)

- ・ 日本のコーポレート・ガバナンス強化は監査役会、特に社外監査役を中心に行われてきており、過去にその機能を強化する法改正が実施されてきた。しかし、監査役会が企業業績や企業行動にどのような影響を与えているのか、ガバナンス機能を果たしているのかについて実証的に分析した研究はほとんどないことから、それを明らかにしたいと考えている。
- ・ 監査役という制度は戦前からあるが、その歴史の中で変化している。近年では1993年には3名以上の監査役の設置、そのうち1名は社外監査役とすることが義務化され、2001年には2005年までに監査役の半数以上を社外とすることを義務化するといった強化方向への変化があった。
- ・ 監査役は独任制のため、取締役と違い単独で会社を相手にすることができる。また、役割が監視であることから内部者にとっては疎ましい存在という側面があり、内部から情報を提供するインセンティブに欠けるため、情報収集に関する強い権限が与えられている。このように、監査役は非常に強い権限を有しているが、あまりに強い権限を有するとマイナスの影響を与える可能性もある。
- ・ 監査役会が企業業績に与える影響を、日々の企業活動から計測することは難しい。これは、複数の要素が互いに影響を与えており、正確に因果関係が掴めないからである。制度変更時に注目することで、比較的因果関係が掴みやすくなる。
- ・ 過去の制度変更として1993年度と2001年度の商法改正に注目すると、その改正によって社外監査役導入企業が増加していること、また、社外監査役比率が上昇していることが分かる。また、義務化によって弁護士や会計士のバックグラウンドを持つ社外監査役が増加していることが分かる。
- ・ 1993年度の制度変更(社外監査役の導入)がトービンのQ(株式市場での評価)と利益率(ROA)に与えた影響を分析すると、社外監査役比率と社外監査役人数は、有意な水準でポジティブな影響を与えていると言える(利益率への効果は有意ではない)。2001年度制度変更(社外監査役比率の増加)では有意な影響は見えない。
- ・ 普及していない段階での「社外」義務化にはポジティブな影響があるかもしれないが、普及後の更なる規制にはあまりポジティブな影響はないのかもしれない。また、社外監査役と社外取締役の両方に最低基準があるのは、中小規模や地方の上場企業には厳しいハードルである可能性があり、それら会社に監査等委員会設置会社への移行のインセンティブを与える可能性がある。

(ii) 質疑応答

- ・ 常勤の社外監査役としての実務経験を踏まえて3つのポイントについて申し述べる。①監査役会設置会社と指名委員会設置会社のガバナンスの優劣を、外形的な機関設計面からのみ評価することには全く意味がない。なぜなら、それぞれの取締役会への上程議案の内容や社外役員の質などによって左右されるからである。②ROE との関係性について、往々にして経営者の暴走を止める「守り」の機能が監査役 of 責務とされることが多いが、実際日本の経営者は欧米に比べてリスクを取らない傾向が強いため、社外取締役と社外監査役が連携し、「攻め」を後押して経営者が適切にリスクを取るよう促すことも重要である。③社外取締役は例外なく非常勤であるため、社外監査役を常勤形態にすることにより、更に監視・監督機能が高まると期待する。そして、取引金融機関出身者を独立性の観点で排除することは得策ではない。当然のことながら外形基準だけでなく、企業との取引関係の強弱を含めた実質基準を判断基準とするべきである。(安藤氏)
- ・ 監査役や取締役には求められる資質があるが、企業が選任するに当たり候補者の資質を、考慮していないケースが意外とある。また、監査役を経験した後に取締役に任命されることが常態化しているケース等、監査役が出世ルートに組み込まれており、ガバナンスがうまく機能していない場合もある。(鎌田氏)
- ・ 弊社の場合は社外監査役や社外取締役を選任する際の資格要件・資質・属性などを内規で定めて役割を明確している(安藤氏)
- ・ 監査役は独任制であるとはいえ、内部監査部門と連携して監査を行っており、内部監査部門の体制が監査役 of 職務執行に影響するところはある。ただ、日本の内部監査部門は社長直結の組織である場合が多く、機能に制約があることは頭に入れておく必要がある。(永田氏)
- ・ 企業に監査役 of 職責がうまく伝わっていない部分がある。P3 のアンケート結果では、社外取締役を導入していない理由として、社外監査役が十分に機能していると74.3%の企業が回答している。これは指名委員会等設置会社の指名委員や報酬委員の職責を考えれば判るように、社外取締役には社外監査役とは異なる経営の監督機能が求められていることが正しく理解されていない事実を反映している可能性がある。(永田氏)
- ・ 「攻めのガバナンス」を標榜するコーポレートガバナンス・コードが海外からも賛意を得られたのは、取締役会機能の透明性向上を図ることで取締役会 of 意思決定の合理性が担保され、企業がよりリスクテイクできるようになる「守り」 of 連動性を示せたからではないか。そうすると、独立社外取締役による「守り」は、実際にリターン、ROE の向上につながる可能性がある。

(小口氏)

- ・ 監査役については、常勤監査役による情報収集力など、海外投資家と話すと、独立社外取締役とは異なる役割を評価しているのではないかと感じるので、独立社外取締役と同じ土俵で議論すべきとは思わない。(小口氏)
- ・ 一般に社外役員の導入と「攻めの経営」とは別の事象ではないかと思う。監査役が守りに重点を置いた役割を果たすとすれば、業績を伸ばすことよりマイナスを押さえることに影響するのではないかと。具体的には、リーマンショック時の企業の業績と監査役会の構成との関係について調べると、何かしら見つかるのではないかと思う。(江口氏)

## 2. グッド/バッドプラクティス 事例分析作業部会 報告

### (i) 説明

- ・ 本調査は昨年度からの継続であるが、①送付先を 27 社から 149 社に大幅に拡大したこと、②自由記載の充実(海外投資家含む)、③日本版スチュワードシップ・コードに基づく活動への質問を追加、が昨年度との主な違いである。(蔵本氏)
- ・ 経済産業省、委託先(有限責任監査法人トーマツ)の協力を得ながら、集計結果をまとめた。本日は、「タイトル」「記載内容」についてご意見を頂きたい。(蔵本氏)
- ・ 調査結果の概要は以下の通り。(蔵本氏)
  - (1) 機関投資家が特に重視する株主総会議案は、取締役や監査役の選任、買収防衛策であった。また、これらの重視する議案について詳細かつ分かり易い記載がある招集通知を評価していた。また、取締役や監査役の選任理由の根拠となる説明や買収防衛策導入の経営戦略上の必要性に関する説明を重視していることが伺えた。
  - (2) 企業との対話においては、企業価値向上(ROE 向上含む)に向けた取組や経営戦略に係る事項については経営者との直接対話を求める傾向が強い一方で、IR、経営リスク、ESG に関する事項や、取締役会構成等に関わるガバナンス体制、CEO、取締役インセンティブ、買収防衛策に関わる事項については、重要性は高いと考えるものの開示による説明でよいとの結果が現れている。
  - (3) 株主総会の招集通知の発送手段等については、早期発送を重視していることが伺えた。
- ・ 今回のアンケートは質問事項がかなり多いため、読み手となる企業の皆さまにとってより参考になると思われる事項の順番を前にするなど、読み易さを工夫した。読みやすさの観点からどうか、分科会メンバーのご意見をお願いしたい。(柴田氏)

### (ii) 質疑応答

- ・ 本調査で高く評価頂いたことは大変ありがたい。SR担当者として同業他社を含めて多くの企業の担当者と話す機会も多いが、コーポレートガバナンス・コードへの対応に関してはSR

担当者のみでは到底できるものではない。大事なのは経営トップ(CEO、社長、CFO など)の本コードへのコミットメントである。経団連や経済同友会など通じて、経営者へのアピールや情報発信も必要と考える。(松岡氏)

- ・ コーポレートガバナンス・コードに、スチュワードシップ・コード対応についてはまだ手探りの状態である企業が多い。このアンケートもひとつの参考事例になると考えている。また、プレスリリースをうまくやることで注目度を高め、トップにも関心を持ってもらうことで他社との競争意識が生まれて取組が進むなどの副次効果も期待している。(蔵本氏)
- ・ 今回想定される主な読み手は、先進的な企業ではなく、具体的にどういことをしたらよいか考えている企業である。本アンケート結果の公表では、先進的な企業のグッド・プラクティスを紹介することによって、日本企業全体の対話力を底上げすることを意図している。(柴田氏)
- ・ 現実を見てみると、企業側はIRとSRを分離しており、投資家側も投資判断とガバナンスを分離している。また、招集通知は、それぞれ両方に跨る最も重要な情報開示手段であり、一般論として守旧派の多いSR担当者に、その重要性を十分に啓蒙する必要がある。今回アンケート結果は多くの示唆に富むが、これは招集通知に盛り込むべき事項ではないと考えるSR担当者も多い。松岡氏のご指摘は尤もだが、SR担当者のマインドセットとは相当な乖離がある。(安藤氏)
- ・ 上場企業の社内でもIRとSRのベクトルが違うことは多い。一般的にトップマネジメントの意識が高い会社はSRに関しても攻めの姿勢であり、トップマネジメントの意識が低い会社は守りの姿勢となる傾向が高い。今回のアンケート内容は、トップへのアナウンス効果は期待できる、あ。経産省や金融庁の尽力もあり、昨年までIRに極めて消極的であった企業が大きく変化させるムーブメントが起きているので、これを機会にみんなで頑張りたい。(蔵本氏)
- ・ 今回のチャンスを無駄にして何も変えられないと、ノーチャンスになる可能性が高い。(安藤氏)
- ・ 投資家がトップに聞きたいことはこれですよ、とトップに分かってもらうのが目的のひとつである。自分は会社へのアドバイスをする機会も多いが、「ROEはどれくらいとすればよいか?」「自己資本比率はどのレベルが適当か?」「配当性向は?」などまで聞かれることがある。それはトップに上程して検討してもらって下さいといっても、それができれば苦労しないといった反応が返ってくる会社もある。そういった企業内部の雰囲気を変え、トップの感度および関与度を高めるためにも、これを参考にしたい。(藤島氏)
- ・ CFO人材を日本全体としてどう増やすか、その先にはプロのCEOをどう増やすかというのは日本経済にとって重要な課題であるのは伊藤レポートでも指摘させているところだ。(蔵本氏)
- ・ 特にスチュワードシップ・コードに関する結果は企業にとって貴重な資料である。ただし、同

じ項目に対して 3 つの設問(情報開示を求める事項、経営者本人の説明を求める事項、経営者本人との対話)を行っているので、その結果サマリーを見易く記載いただけるとありがたい。(前田氏)

- ・ 事務局と相談のうえ対応を検討する。(蔵本氏)
- ・ コーポレートガバナンス・コードの原則 1－1 ①に「相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認める時は、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行うべき」とあるが、企業はこの相当数についてどの程度と考えているのか(小口氏)
- ・ 「相当数」の判断基準に関しては、当社は具体的な数値を明示する方向で検討している。(安藤氏)
- ・ 総会終了後の取締役会にて選任議案の候補者 1 人ずつの賛成率を報告しているが、ほとんどの候補者が 90%以上の賛成票を獲得している。ある社外取締役は、「この結果(高い賛成率)は民主主義の世界ではあまり考えられないのではないか」とのコメントであった。。反対票の相当数の数字については、まだ正式に決定していないが、10%では低すぎ、40%では高すぎるというのが個人的な感覚である。(松岡氏)
- ・ 一橋大学 CFO 教育研究センターは 2015 年度から CFO 養成のための 4 種類の「財務リーダーシップ・プログラム」を開講し、現役・次世代・次々世代 CFO 並びに企業価値評価責任者の養成を始める。また、東証も企業価値評価のEラーニングを導入した。企業価値向上のためのスキルアップの方法が分からないという企業は活用すると良い。(安藤氏)

### 3. 今後の分科会の進め方

時間の関係で議論なし

以上