

第9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：2016年2月17日（水）13:30～15:30

場所：経済産業省本館9階西8会議室

1. ISS 議決権行使助言方針（ポリシー）改定について

（i）発表（石田委員）

- ・日本の報酬制度の問題は、報酬の額ではなくて、その内訳にある。すなわち、業績連動部分が少なく、業績を上げようというインセンティブが働きにくい制度となっている。
- ・10 ページは、社外取締役が入ることで、取締役会の在り方そのものが変わった事例。社外取締役が入ることで、取締役会に掛かる案件が精査され、それにより回数も減少した。
- ・買収防衛策への賛否に関しては、社外取締役が増加している実情に合わせて、社外取締役の比率に関する要件を引き上げた。
- ・報酬議案に関しては、情報開示の在り方を重視している。

（ii）質疑応答

（自社株買いについて）

- ・自社株買いの承認について、商法の時代は、株主総会で毎年承認を経れば、自社株買いが可能であったため、定款変更による自社株買いに反対していた。他方、現状では、ほとんど全ての会社が定款変更をしていること、自社株買いは ROE の向上に資することから、定款変更による自社株買いに賛成する方針を取っている。（石田委員）

（ROE について）

- ・ROE は最低限の数値であり、業種別に分けるつもりはない。（石田委員）
- ・上場会社については、業種に関係なく一律の ROE を求めるべき。これを平準化するために財務戦略が存在するのではないか。他方で、産業別に比較するのであれば、ROIC を用いれば良い（藤島委員）

(買収防衛策について)

- ・ 買収防衛策への賛否にかかるISSポリシー要件は、現在の企業の水準から見るとかなり厳しい。特に、社外取締役の割合として1/3を求めている点は、ハードルが高い。
- ・ たとえば、監査等委員会設置会社においては監査等委員を分母分子に入れて算定できるが、監査役会設置会社においては監査役を分母分子に入れてカウント出来ない。会社法は、監査等委員にも監査役にも取締役会への出席を義務付け、取締役のモニタリングや買収防衛策の相当性について判断する役割等を課しているが、員数の算定においてそこに違いを設ける合理性はどのあたりにあるか。
- ・ また、買収防衛策の「発動」を取締役会や第三者委員会で決定するタイプの会社において取締役会の構成に着目するのは分かるが、「発動」を株主総会に諮るタイプの会社においては、防衛策発動の可否は多数株主が判断するのであるから取締役会の構成に着目する必要はないのではないかと（社外取締役1/3の要件を求めるタイプをしっかりと区別する必要があるのでは）。
- ・ なお、買収防衛策に関して、会社法の施行規則においては、「基本方針に照らして不適切な者によって当該株式会社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み」(会社法施行規則第百十八条第一項第三号ロ(2))と規定されているとおり、会社法はあくまでも「不適切な者」によって支配されることを防止するための仕組みを許容しているのであり、「よい買収」まで一律に防衛することを許容している訳ではないと理解する。よって、これらをすべて「買収防衛策」というワードで表現するのは適切でなく、海外の機関投資家からも誤解を招く。表現を見直した方が良いのではないかと。
- ・ 開示情報の少ない者（特に外国法人）から買収提案を受ける場合であっても、金商法は株主に（20～）30営業日程度のTOB公告期間での買収提案についての判断を求めているが、我々としては現実的に対応困難だと思っている。買収防衛策は、買収提案を防ぐ施策ではなく、提案に対する判断の時間と十分な情報を株主に確保し、株式を売却する自由を守る仕組みと理解している。（長谷川委員）
- ・ 買収防衛策の導入においては、判断する時間と情報を確保することも目的に制度設計を行ったと認識している。（日置室長）
- ・ 買収防衛策の意図は分かるが、機関投資家は受託者責任を負っているので、忠実義務として受益者の利益しか考えてはいけない。

- ・ 受益者の利益を考えた時に、高く買って貰えれば、受益者にとってのメリットがあるという側面もあり、買収防衛策が受益者利益の最大化に資する事を、年金等の委託者に説明するのは難しい。機関投資家からすると理由があって、今の方針になっているのではないか。(小口委員)

(ポリシーの運用について)

- ・ 各企業の個性、実態を踏まえて、個々の議案への賛否の判断をして欲しい。例えば、あえて社外取締役を入れていない会社もあり、その企業の想い、理由に着目して欲しい。形式的・機会的な判断は望ましくない。コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの理念もそこにあった筈である。
- ・ 先の会社法改正前、ドイツに視察に行った際、ドイツ法務省の立法担当官と会話したが、先方は日本が設けようとしている社外役員の独立性の形式要件強化の動きに驚いていた。彼らは、形式的な独立性よりも、精神的な独立性こそが重要であり、形式的な独立性はあまり重視していないと言っていた。その意味で、たとえば取引銀行出身だからといって、一律・機械的に独立性がないと判断するのは合理的とは言えないのではないか。(長谷川委員)
- ・ 議決権行使ポリシーは、議決権行使の作業を回すための基準であるが、会社の個性への着目も重要であり、最終的に双方が納得出来ることが重要。(石田委員)
- ・ 企業から見るとオンリーワンなので、企業を見て欲しいということだが、投資家からみると、公平性、透明性が重要。個々に判断する場合、恣意性がないことの説明が難しい。(小口委員)

(機関設計、社外取締役について)

- ・ 監査等委員会設置会社がここまで増えるとは想定していなかったので、そのような議案へのアプローチについては、投資家の意見を聞きながら、本年の6月以降も引き続き議論していきたい。(石田委員)
- ・ 取締役会評価の結果を開示すると話が進むかもしれない。社外取締役の独立性は必要条件であるかもしれないが、明らかに十分条件ではない。(蔵本委員)
- ・ 3人が社外、3人が社内で、社外の1人が銀行出身者という構成の会社があるが、社外取締役全員が独立でなくても独立社外取締役の構成割合が1／3

なので、そのような提案には賛成しやすい。買収防衛策に対しては、独立社外取締役が過半でなくても、例えば独立社外取締役に拒否権が与えられるなどの条件が追加されれば、委託者にも説明できる。要は、形式要件を意識しつつも、株主が納得出来る要素が工夫されていれば受入れやすい。(小口委員)

- ・新しい社外取締役を連れてくる必要がなく、コストを下げるために、監査等委員会設置会社をしているという説明をする会社が幾つかある。それは問題だということを打ち出していき。我々は、機関設計に関わらず、最低3名の社外役員が必要であると考えている。(鎌田委員)
- ・浮いた会社があることは事実で、執行側の思惑を監査役が安易に受け入れるパターンといえる。ただ、移行当初は監査役設置会社時代と変わらぬ体制であっても、時間をかけて体制を変えてゆくことは考えられるので、少し様子を見る必要がある委員。(永田委員)
- ・社外取締役の独立性の判断について、形式面と実質面のバランスが重要。三菱UFJFGの川本委員は元東京銀行行員であるため会社法の定める社外取締役の要件を満たさない。しかし、川本委員は、退職後25年以上にわたりコンサルタントや大学教授としての豊富な経験と見識を持っている。こうした点を踏まえ、統合報告書では、同社は川本委員を社外取締役と同様であると考えている、と述べている。(野間座長)

(IRの現状について)

- ・新日鐵住金さんは丁寧な資料を早く送ってくれる。一流企業はそういう行動するが、そうでない企業もある。問題のある買収防衛策が議案に上がっている企業に限って、資料を総会の直前に送ってくる。我々は、1年を通じた対話を進め、ROEが現状で低くても今後高くなるという説明を聞きたい。(蔵本委員)

2. コーポレート・ガバナンスに関する近時の取組について

(i) 発表(川村課長)

- ・役員報酬のうち、株式報酬について、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において会社法の解釈を明確化したうえで、税制改正に取り組み、一定の譲渡制限付株式は損金算入の対象になることとなった。

また、利益連動給与において利用できる指標の範囲を拡大することもできた（4月1日より適用予定）。

- ・また、D&O 保険について、当該研究会において、これまで役員個人負担とされていた部分も一定の手続を踏めば会社が負担できるという会社法の解釈を明確化し、税務上の取扱いについても整理するべく国税庁と調整を行っているところ（注：2月24日、国税庁は、経済産業省の照会に対し、新たな会社役員賠償責任保険において、会社が一定の手続きを行うことにより当該保険料を会社法上適法に負担した場合には、役員個人に対する給与課税を行う必要はない旨の回答を公表した¹。）。
- ・金融庁のフォローアップ会議において、CEO の選任の問題や元 CFO が監査役会議長や監査委員長となることの是非について議論されていた。
- ・現役の経営者が他社の社外取締役を引き受けることが社外取締役の質・量の充実に繋がると考えている。職務専念義務との関係で懸念が指摘されることもあるが、日経BPで三菱ケミカルの小林社長がおっしゃっていたように、現役経営者が他社の社外取締役をやるのは、刺激が生まれ自社の経営の質の向上に繋がるのではないかと思うので、投資家も含めてそれを受け入れる環境になっていけばと考えている。

（ii）質疑応答

（報酬制度、役員保険について）

- ・ストックオプション制度を3年前まで導入していたが、3年前から信託を通じた株式報酬制度を新に導入し、日本在住の役員に対して適用している。他方で、海外在住の役員に関しては証券会社で口座を開設する手続きがとても煩雑であり、海外在住の役員には適用出来ていない。従って、海外在住の役員に対する証券税制や証券口座開設の手続き簡素化を是非とも考えて頂きたい。（松岡委員）
- ・資料の11ページにあるように、報酬制度が稼ぐ力の向上に繋がる制度であることが大切。（柴田委員）
- ・管理コストの高いストックオプションから、使い勝手の良いリストラクテッド・ストックに流れる可能性があるのではないかと考えている。
- ・海外在住の役員に対する適用は悩ましい問題。税制というよりも証券会社の問題もある。証券会社の取組にも温度差があるように聞いている。

¹ <http://www.meti.go.jp/press/2015/02/20160224004/20160224004.html>

- ・人材の多様性は重要であり、外国人経営者が取締役会に入ると、取締役会が、ドラスティックに変わるという話も聞く。
- ・株式報酬についての関心は高い。日本企業は1号案件に慎重な傾向があるので、初年度から多くの企業が導入するかどうかはわからないが、1号案件が出てくれば、導入企業は2年目以降急拡大するのではないかと期待を込めている。(川村課長)
- ・株式報酬は賛成だが、わが社の場合、PBR(株価純資産倍率)が1倍を割っている企業に対して、エンゲージメントを通じてストックオプションの発行を辞めて貰った例がある。(鎌田委員)
- ・リストラクテッド・ストックについては検討してみたいと思うが、企業実態としてはすでに役員持株会があって、そこで役員は株式を購入し保有しているので、これとリストラクテッド・ストックとの関係・必要性をどう整理するかが、まずもっての課題となるのではないか。(長谷川委員)
- ・ボランティアな持株会よりも、役員報酬と位置づける方が、対外的にも説明しやすいと思う。(川村課長)
- ・日本の経営者と話をすると、諸外国と比べて株価への信頼度が低いように見受けられる。株価は相場、投機によって動いており、ファンダメンタルズが株価に反映されていると、経営者は考えていないのではないか。株価に報酬を連動させる上で、株価の信頼性についてどう考えていくか、いかに納得性を高めていくか、そういった環境作りが重要だと思う。(江良委員)
- ・株価への信頼性に関連して、経営者が株式市場から資金調達を経験したことの有無が、株式市場に対する姿勢の違いを生んでいるのではないか。(野間座長)
- ・D&O 保険の保険料の話は企業サイドにとっては朗報である。軽過失でも多額の賠償責任を問われる可能性のある上場会社役員については、報酬と責任のバランスが取れていないと思うので、会社の経費で保険を付けられるのは良いことではないか。(長谷川委員)

(監査役会の構成、経営者退任後の在り方について)

- ・ 監査役が、その後、取締役になる会社がある。監査役がそのようにキャリアパスと使われているような場合、監査役による取締役への監督の実効性に疑問がある。(鎌田委員)
- ・ 企業のトップが他社の社外取締役になり意義ある役割を果たすという点は理解できる。弊社の社外取締役として鉄道会社のトップ経験者がいるが、たとえば「安全」をととても大切にされており、都度貴重なアドバイスを頂いている。他方、現役経営者が他社の社外取締役になる上で、独立性との関係で、全く取引関係がないというのは難しいので、そのあたりの整理は必要と思う。
- ・ 「CFO 経験者は監査のトップを務めるべきではない」という議論には疑問がある。監査活動において多数決制を取る監査委員会や監査等委員会の委員長の権限は法的に強いが、監査役会設置会社の場合は各監査役が独任性のため議長は特段の法的権限を有していないという違いがある。したがって、各社が採用する機関設計や個社の事情によって状況は変わってくる。丁寧な議論が必要である。(長谷川委員)
- ・ 現役社長が社外取締役を兼務する上で、社長を含めた業務執行者が時間を確保できるようにしないといけないため、それができるような仕事のやり方、取締役会の在り方に変えていかなければならないと思っている。(川村課長)
- ・ 政策の幅が広がることは歓迎。CFO 経験者や社内取締役が監査のトップ委員をやることについては、プラスマイナスがあるので、企業の裁量でよいのではないか。
- ・ 現役経営者が他社の社外取締役になることは歓迎すべき。社外役員に関する独立性の基準を見直すなど、評価する側（投資家側）も前向きに捉えるべきではないか。
- ・ いずれにしても、社外役員に関して、形式的な独立性を超えて、実質的な評価方法を模索している。(江良委員)
- ・ 過去 20 年、デフレの中で株価は低迷してきたが、そのことに対して言い訳をしないことが大切。米国では、時価総額 1 位、2 位の企業は、売上げが毎年 1 割以上伸びる。企業価値を上げていくために、事業再編も含めて意欲的に取り組むことが定着してほしいと思う。(川村課長)

- ・ 経営者からの退任後、相談役として元の会社にとどまるくらいなら、他の会社に行きたいと思っている元経営者もいると思うが、叙勲制度の問題もある。
(蔵本委員)
- ・ 多くの監査役の方は、社外者が議長となることに懐疑的である。「議長や委員長を社外役員に」という声もあるが、そういったことを考えると社外の監査役の方議長や委員著になれば問題が解決すると言い切れないのではないか。社外者が監査役会の議長になっても、議長として会を差配するには会社の状況等についてある程度精通していないと難しく、結局社内の実情に詳しい社内者に頼らざるを得なくなるおそれがある。そうであれば、社外者が議長であっても、監査役会の実態は変わらないのではないか。社外者を議長とするのであれば、役割をこなせるようしっかりと時間を割いて取り組める環境を整える必要がある。(永田委員)
- ・ 監査役は独任性なので自分で監査する。一方、監査委員会委員の場合は、社内の内部管理担当を使って監査させ、意思決定は自ら行うことで、第三者委員会委員が不祥事を客観的に判断するのと近い形になるのではないか。内部の人を使って調べれば調べるほど、判断を下す人に対しては透明性が求められる。その観点から委員長委員が独立者であることは重要でないか。(小口委員)
- ・ 監査役は独任制だから自分で監査することが制度上の建て付けであるが、大きな会社は監査役とそのスタッフだけの監査は不可能であり、内部監査部門を利用せざるを得ない。一方、監査委員や監査等委員も内部監査の結果を待っているだけではなく、現場に行く等自分で監査しているようで、実質的には大きな違いはないのかもしれない。また、さらに、内部監査部門について言えば、部門にいる職員は会社のローテーションの一環として一定年数所属して、また後で執行側に戻るケースも多い。内部監査部門が社長に直結していることを変えても、職員の独立性が確保されないで委員独立性は確保できるのだろうか。(永田委員)

(以上)