

## 平成 24 年度 第5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:2014年2月27日(木)13:00～15:00

場所:経済産業省 104 各省庁共用会議室 (経済産業省別館1F)

### 1. コーポレート・ガバナンスの現状と課題

#### (i) 発表(野間座長)(資料コーポレート・ガバナンスの現状と課題)

- Harvard Business Review に 2013 年に公表されたベスト CEO ランキングからの抜粋を P.2 に示している。100 位の中に日本企業経営者も 3 社ランクインしている。このランキングは、在任中にどれだけ株主価値を増大させたかに基づき作成されている。
- これらベスト CEO の在任期間に着目したところ、トップ 3 位の CEO の在任期間と比べるとランクインしている日本企業 3 社の CEO の在任期間は比較的短い。これら日本の優れた経営者でさえも 4-6 年で退任している。本来、優れた経営者であればより長く在任し、そうでない経営者は早く退任するべきであり、そのためのガバナンスが効いていないのではないか。日本はリーダーシップシェアリングに陥っているといえる。
- P.5～9 は日米のガバナンスを比較している。P.5 は米国企業における社外取締役が全取締役に占める比率の推移を示しているが、米国企業でさえも 20% から 80% 弱になるまで 50 年かかった。一方、日本企業(P.6)は、2003 年から 2013 年のわずか 10 年間で 4.4% から 12.8% まで上昇した。また、社外取締役導入企業の比率も上昇している。(P.7)
- P.8 は、日本の全上場会社に占める委員会設置会社の割合の推移を示している。近年では、委員会設置会社から監査役会設置会社に戻る会社が増えている。委員会設置会社が日本の企業スタイルにあわないと考えたためではないか。
- 米国と日本ではそもそも株主総会・取締役会の権限が異なる。米国では取締役会の権限が強く、株主の権限は限定的であり、CEO をモニタリングするため独立取締役が有効である。一方、日本では株主優位であるため、社外取締役は本来それほど必要ではないのではないか。
- 日本企業が間接金融から直接金融中心のシステムに移行する過程で、どのようなコーポレート・ガバナンスのあり方がふさわしいかについて、関心がある。

#### (ii) 質疑応答

- 第二次世界大戦前の日本企業におけるコーポレートガバナンスは現在と大きく異なっており、社外取締役が多く、業績連動報酬も導入されていた。第二次世界大戦後、労働者の権利が向上して現在のような形となった。つまり、現在の制度は日本企業にとって居心地が良いものの、必ずしも日本の本来の姿であるわけではない。日本の株主の権利は強いが、多くは内部株主であるため権

利を行使せず、株主を立てつつも内部の論理が働く。しかし、現在株式持合い解消、外国人投資家増加等により、色々な変化が起こっている。機関投資家は自ら投資先企業会社の内情を見ることができないので、自分達の代わりとして取締役会への期待が高まる。(小口氏)

- 二点質問がある。まず、CEO の在任期間比較について、海外企業の経営者は 40-50 代と若くして CEO になる方が多い。一方、日本ではこの年代は経営企画部長等で、経営の実質的な中核で立案を行っている。このようないわば見習い期間をどう評価するか。また、日本では CEO 退任後に会長・相談役に就任し、強い影響力を行使する場合がある。これらをどう比較に織り込むか。第二に、全取締役に占める社外取締役の推移について、社外監査役もカウントするのも一つの方法ではないか？(長谷川氏)  
→第一のご質問に関し、日本では CEO 就任年齢が高いというのはご指摘のとおりである。しかし、韓国の電子機器メーカーの会長のように、高齢でトップになった海外企業事例もある。会長・相談役として影響力を行使するというスタイルはドイツにもみられる。同国においては、社長退任後に supervisory board に入り経営をモニタリングすることもある。いずれにせよ、問題の本質は、優秀な経営者には長く活躍してもらい、そうでない経営者には早く退任してもらうべきだ、ということである。第二のご質問については、社外監査役のデータが手元になかったため、今回は分析の対象外とした。ご指摘の点は今後の課題としたい。(野間座長)
- 三点コメントがある。まず、日本は、経営者ポストが内部昇進の延長と捉えられているため、ある程度の期間勤めたら後進に道を譲って退任しなければならないという意識がある。このような慣行は、日本の労働環境において合理性があったが、昇進する先のポストが無くなってしまって根詰まりしてきただため、近年経営者の任期が短くなってきた。それを変えていくには、雇用制度全般の中から道筋を探るべきではないか。次に、ガバナンスのあり方が経路依存的というのはご指摘のとおり。第三に、「なぜ社外取締役が広がったのか」というのは非常に良い問い合わせ方である。社外取締役に馴染みにくいのが日本人として普通の発想である。それにもかかわらず社外取締役を入れたり、現在監査等委員会という新たな制度が検討されたりしている理由につき考えることが必要ではないか。(江口氏)
- ベスト CEO ランキングは、なぜ株価のパフォーマンスのみを指標としたのかが疑問である。ランクインしている CEO は確かに優秀だが、優秀な CEO の切り口は株価のパフォーマンスだけではないのではないか。CEO としてとったリーダーシップの結果が株価に表れるまでにタイムラグがある場合がある。優秀な CEO が長く在任すべきという点には同意するが、優秀かそうではないかを判断するのは難しい場面もあるのではないか。(和田氏)  
→マクロ的に優れた CEO を判断する際、株価は適当な指標だと考える。ただし、設備投資や研究開発等の成果のタイムラグがあるのは確かである。日本の法制度上は、経営者の続投・退任について判断するのは本来株主総会である。しかし、株主総会が本来決めるべき筈なのに形骸化しているため、リーダーシップシェアリングに陥っているのではないか。(野間座長)
- P.6 の社外取締役の推移のグラフの読み方について、分母は何かを教えてほしい。(和田氏)  
→本グラフは、延べ人数に占める比率を示している。(野間座長)

- ・ 日本の企業は従業員の共同体であり、社長は村長（むらおさ）である。社長は時には従業員に恨まれる決断を下さなければならないため、時機を見て退任するのは儒教の考え方から見て正しいかもしれない。（蔵本氏）

### 3. 最近の日本監査役協会の活動状況及び第 77 回監査役全国会議アンケート結果

- (i) 発表（永田氏）（資料最近の協会の活動状況及び第77回監査役全国会議アンケート結果）

- ・ 本日は、日本監査役協会が昨年実施したアンケートに基づき、監査役が実際に行っている活動等について説明したい。

- ・ 日本監査役協会が本アンケートを実施した背景を説明する。近年、監査役制度に関する外国からの疑問に対し、情報発信活動の強化に努めてきた。英文呼称も、これまで corporate auditor という呼称を使ってきたが、内部監査人あるいは外部監査人と誤解されがちだったため、どうすれば理解してもらえるかを検討した。監査役会設置会社においては、取締役会と監査役会が一緒に監督機能を行っていると考え、audit & supervisory board という英文呼称を推奨することとした。また、英文による監査役制度説明資料も作成した。

- ・ Asian Corporate Governance Association(ACGA)との意見交換の場も設け、監査役制度への理解を深めてもらおうとしている。このような活動を通じ、仕組みの理解は進んだと考えるが、具体的に何をやっているかがわからないと言われる。

- ・ 監査役の仕事はいわば電車を定刻通りに運行するようなものである。仕事が上手くいっている時は何も起きないので特に注目されず、不祥事があった時にのみ非難される。しかし、きちんと機能している部分も評価すべきではないか。

- ・ 直近の監査役全国会議に際し、監査役が経営に対して及ぼしている影響等をテーマにアンケートを行った。アンケート結果から、監査役が取締役会・経営会議等に関与しており、発言の内容が意思決定プロセスにも影響を及ぼしている様子をうかがうことができた。

- ・ ただし、このアンケートの対象はある程度限定されており、また、対象者の属性にも注意すべきである。例えば、100%子会社の監査役は親会社から社外監査役として派遣されている場合も多いが、そのような監査役の意識は長年その会社で勤め上げた後で監査役になった社内監査役とは意識が違う場合がありうる。アンケート結果においては、このような点まで踏まえた分析は出来ていない点に留意頂きたい。

#### (ii) 質疑応答

- ・ 2013 年 10 月に ACGA が「『監査委員会』との比較における監査役会の役割と機能」を発表している。彼らなりに、日本の監査役制度を理解しているのではないか。外国人投資家が監査役制度を本当に理解していないというのは疑問である。（小口氏）

- ・ 監査役、特に社外監査役がもたらす緊張感は相当のものがあると実感している。一方で、日々の監査や業務執行をしない社外取締役が実務上どうやって知識を補い、企業価値の向上に貢献しているかに関心がある。親会社から派遣されている監査役についても、牽制力として有効と実感している。監査役であることに加え、子会社に対するガバナンスが効いているからではないか。(長谷川氏)
- ・ 日本における最善の取締役・監査役の姿は現在模索中だと思うが、こういった模索は外国においても行われてきた。日本を始めアジアにおいて高度成長した国々の中でアングロサクソン型のガバナンスモデルで発展した国はない。この理由を考えることも重要だ。(江口氏)
- ・ 監査役の権限が強すぎるとも問題ではないか。権限が強いためかえって遠慮して使わないのが現状である。むしろ、権限を緩和して使いやすい制度にするという方向性はないだろうか。(江口氏)
- ・ 昨今、社外取締役義務付けの議論の背景には、監査役の実態が見えないことがある。そのため、監査役の実態が見えるアンケートは大きな意義がある。海外投資家だけではなく日本の投資家にも監査役の実態を理解していない人が多いと思うので、積極的に広報してほしい。(和田氏)
- ・ 社外取締役・監査役等の適任者(自社をわかってくれる人)がいない、という悩みは特に中小の上場企業からよく聞く。いい悪いは別にして、社外取締役・監査役には弁護士・公認会計士等の有資格者が就任するケースが増えており、企業経営経験者などは少ない。不祥事が起こっている企業や決算を何度も変えている企業の取締役や監査役には、企業経営経験者が入っていないことが多いと感じるが研究者としての分析があれば教えて欲しい。(鎌田氏)  
→日本は弁護士の社外取締役が他国よりも多いが、いくつかの研究によるとこの点はあまりガバナンスの結果に差をもたらしていない。一方、ファイナンスに関する知識がある者が社外取締役になると良いという研究結果がみられた。(齋藤氏)
- ・
- ・ 社外取締役と社外監査役の違いとしては、社外取締役は社内の人間が相談したら色々なアドバイスをしてくれるが、社外監査役は怒られるというイメージがあるので、情報を出したがらないというイメージがある。監査役協会として、社内の人間が社外監査役に情報を与えるインセンティブを強調すべきではないか。(齋藤氏)  
→監査役会設置会社においては、常勤の社内監査役が社外監査役への情報窓口となっている。そのため、一般社員が直接社外監査役にアプローチすることはめったにない。一方、社外取締役への情報提供は取締役会の事務局が情報提供を行うことが多いが、取締役会事務局は執行側である。一方、常勤監査役は執行から独立している。社内監査役のような機能を社外取締役が果たすにはどうすればよいか考えないと、社外取締役を導入しても上手く機能しないのではないか。(永田氏)
- ・ ACGA(アジア・コーポレート・ガバナンス協会)から、社内監査役は社長の部下ではないかという質

問を受けたことがある。確かに常勤であるためマネジメントとの関係が近くなることはあるが、制度上は異なる。現在、日本監査役協会はまず現行制度・実態を理解してもらうための活動をしている。(永田氏)

#### 4. グッド／バッドプラクティス事例分析作業部会の進捗について

##### (i) 説明(資料グッド／バッドプラクティス事例分析作業部会の進め方 1 及び 2)(蔵本氏)

- ・ 全ての企業にとって正解となるガバナンスシステムはおそらく存在しない。従って、ハードロー的アプローチよりも、情報を出して相互理解を深めるというソフトロー的アプローチが適当ではないか、という考えが本アンケートの背景にある。
- ・ 本アンケートには、機関投資家が重視する総会議案等に関する設問を盛り込んでいる。発行体企業には、どのような株主総会招集通知が良いあるいは悪いかではなく、機関投資家が株主総会招集通知を通して何を知りたいかに関するマーケットリサーチとして本アンケートを捉えてほしい。
- ・ また、監査役の活動状況についての設問もあるこれは、社外監査役の個人の顔・活動状況が見えないという機関投資家側の認識に基づき質問している。先ほど独立取締役を選ぶだけで機能するのか、という意見があつたが、同様に、社外取締役や監査役がどういう問題意識を持って何をやっているのかをもっと情報発信してほしい。社外取締役・監査役候補者の属性は必要条件かもしれないが、明らかに十分条件ではない。株主総会直後の代表取締役選任のための取締役会しか来ない社外取締役が株主に何かメリットをもたらすのか。機関投資家は、社外役員の顔・活動状況・問題意識が見えることを期待している。それが企業と投資家との建設的な対話の拡大につながる。
- ・ グッドプラクティスについては具体的企業名を回答する欄を設けている。各企業はグッドプラクティス企業を手本として総会招集通知を作成すると良いのではないか。
- ・ 3(5)は役員報酬についての設問である。業種によっては、CEOによる種まき時期と刈り取り時期のギャップが存在するため、後払報酬の必要性は米国においても議論されている。ストックオプションについても、議案だから説明するというのではなく、報酬体系を通じてその企業が役員に関しどのような世界観を有しているかをトータルで開示してほしいという議論を行い、選択肢を策定した。
- ・ まずは実体を把握し情報発信し、アンケート結果を各社に参考にしてもらうことが望ましい。(以上、蔵本氏)
- ・ 企業と投資家との対話において今後、重要なってくると注目されるのが統合報告である。しかしニーズやコストの面から大企業向けてある側面は否めず、中堅企業がいきなり統合報告を作ることに踏み切るのは難しい。中堅企業のIR・株式担当者にとっては、元々作成義務がある招集通知等において工夫するという方が、上司など社内に上げやすい提案だろう。(藤島氏)

- ・ 議決権行使には、取締役会はどうあるべきか等の概念的な部分もあるものの、行使自体には時間的制約がある。そのため、招集通知は重要である。機関投資家側が招集通知をどう見ているのかをフィードバックすることにより、企業の招集通知作成に資することが本アンケートの目的である。やる気のあるトップ企業よりも下のたくさんの企業が努力しようとしたときにサポートできるとい。(石田氏)
- ・ アンケートの公表に当たっては、時期を含めた発信の方法について、経済団体や学会等のご協力やご知見を賜りたい。(福本室長)

#### (ii) 質疑応答

- ・ 投資家側が何を重視しているのかは企業にとって有用な情報であり、発行体企業として有り難い取組み。ポイントは、本アンケートの結果の発表の仕方である。当社の現在の招集通知は、過去に投資家と話してきて練り上げてきたものであり、多くの発行体企業はそういったことを行っていないと思われる。アンケート結果を単純に発表するだけでは、多くの発行体企業はなぜそれを記載するのか、なぜ投資家から評価されるのかがわかつもらえないのではないか。項目ごとに投資家が望んでいることをしっかり整理・分析する必要がある。例えば、本分科会の議論内容を踏まえた招集通知雛形を作成してはどうか。(山崎氏)
- ・ 本アンケートには事業会社にとって関心ある内容が含まれている点は評価出来る。ただし、招集通知を改善したくても、作成担当者が1-2名という会社が多く、いきなりレベルが高い招集通知を作成するのは難しいのではないか。また、担当者レベルではなく経営のトップ層に何を招集通知でアピールしたいのかといった理解がないと改善は困難だろう。そういった点も今後の情報発信で工夫してほしい。(松岡氏)
- ・ 現在、6月に向けて各社招集通知を準備している段階である。本アンケート結果は早めに出す方が準備作業の参考にはなると思うが、分析が不十分な状態で発表すると実務側が振り回されてしまうのでは、公表のタイミングについては留意して欲しい。(和田氏)

### 5. 投資家フォーラム作業部会について

#### (i) 説明(江良氏)

- ・ 投資家は多様であるため、企業との対話においてどの意見が平均的な投資家の意見なのかがわからなくなったり、一部の大きな声が通ってしまうという懸念がある。意見を集約していくことが必要ではないかという問題意識から、今回、投資家フォーラム作業部会を設立した。

#### (ii) 質疑応答

- ・ 投資家同士の横の連携については、政策提言と集団エンゲージメントの二つの話題があるが、後者はリスクが高い。横の連携の取組は良いと思うが、今回のフォーラムは、具体的にはどこを目指しているのか。(小口氏)  
→これからそういった点も含め方向性を考えていく。現状は、まだ目的を限定しておらず、今後議論したい。(江良氏)

- ・ 何が本当の投資家の声なのかを知りたいというのは確かに発行体企業側の願いだと思うが、多様な投資家の声をまとめるリスクもある。例えば、注目している投資家は各社異なるかもしれないし、同じ会社でも、現在の投資家と将来の投資家とは異なる可能性もある。受け止める側はどのように投資家フォーラムの発信を捉えていいのかについても今後議論させてほしい。なお、集団エンゲージメントについては、今般発表された日本版スチュワードシップの範疇には含まれていない。投資家の横の連携は、マーケットに個別に影響を与える形ではない方が良い。(和田氏)

以上

※本議事概要は事務局の責任で取り纏めたもの