

CGS研究会（第3期）

第1回 議事要旨

1. 日時：令和3年11月16日（火）9時00分～11時00分
2. 場所：オンライン開催（Teams）
3. 出席者：神田座長、阿部委員、石田委員、伊藤委員、大内委員、大杉委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、藤田委員、古田委員、三笥委員、宮島委員、柳川委員、安藤課長
（欠席：江良委員、大場委員、神作委員、小林委員、後藤委員、富山委員、松元委員、森田委員）
4. 議題：研究会で検討すべき論点について
5. 議事概要：

はじめに、本研究会の進め方について、「CGS研究会（第3期）の開催について」（資料3）記載のとおりとすることについて委員の了承を得た。次に、事務局より「事務局説明資料」（資料4）について説明した後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

- 【伊藤委員】コーポレートガバナンス・コードが改訂されて間もないときにCGS研究会の第3期が開催されることは素晴らしいと思う。4点ほど申し上げたい。

先ほど事務局の方から、コーポレートガバナンス・コード改訂が企業価値向上に結び付いていない、どこかに目詰まりが生じているのではないか、という言及があった。その要因の一つとして、私自身が取締役会に出席して感じているのは、よく「執行と監督の区別」ということが言われるが、その意味が誤解されているのではないか。つまり、「監督」の響きを直感的に解釈して、守りのガバナンス、チェック、あるいはブレーキを踏むという意識が働いてしまっているように思っている。そうではないということはコーポレートガバナンス・コードを読めばわかるはずだが、どうしても直感的な解釈から取締役会における発言がなされているのが実態かと思う。

それから2点目は、「形式から実質」へ移行しようと言ってきたわけだが、前回のコードの改訂で、資本コストの測定を行い、事業ポートフォリオの最適化につなげるということが謳われた。直近のエビデンスを見ると、資本コストを計測している上場企業は55%。しかし、さらに調べると、計測した資本コストを事業ポートフォリオの見直しに活用している企業は20%をはるかに下回っている。これが非常に問題だと思っている。先ほどの事務局からの

説明でも、企業側の意見として、コーポレートガバナンスの改革を進めているが企業価値の向上につながっている実感がない、というものがあつたが、そもそも事業ポートフォリオの最適化に資本コストを使っていけば、低収益性の事業セグメントはもっと絞られていくので、それだけで日本企業全体の収益性は高まっていくだろう。この点で、事業ポートフォリオ最適化を巡っては、用いる KPI が企業側と投資家側で依然大きな乖離があることも無視できない。企業側は売上や利益などの絶対額で判断しようとするが、投資家側は、資本コスト見合いで ROE や ROIC などを用いて事業ポートフォリオの見直しをしてほしいと考えている。そもそも重視している KPI がこれだけ異なると乖離は大きいと思う。中期経営計画の KPI についても企業側と投資家側で乖離は大きい。

3 点目として、ROE はコロナ前には 10%程度まで上昇した。当初、レバレッジをきかせて短期主義により ROE を高めてしまう懸念もあつたが、実際、レバレッジは下がった。ROE や ROS が上がり、そういう意味での企業の稼ぐ力は高まったと思うが、内部留保が厚くなっている。しかし、内部留保に関する本質的な議論が日本ではほとんどなされていない。企業側は、財務体質の強化ということで内部留保を厚くしていき、結果として逆レバレッジが働いていくわけだが、内部留保は資本コスト以上のリターンがあげられる再投資を前提としているはず。しかし、そういった理解はほとんどされずに、配当性向を固定して、あとは内部留保に回すという不都合な現実になってしまっている。内部留保は一度積み上げると不可逆的で、これを減らすことは難しい。いずれにしても、内部留保に関する理解が必要。例えば、スターバックスなど、債務超過で優良なグローバル企業はたくさんある。内部留保が厚くて自己資本比率が高いから優良企業というわけでは必ずしもない。

4 点目として、経営戦略の議論を日本の取締役会でどれだけ行っているのかは調べる必要がある。少なくとも経営戦略と人材戦略のマッチングが取締役会できちんと議論されていることは非常に少ないように感じている。TSR (Talent, Strategy, Risk) の 3 つのテーマに関する議論が日本ではまだまだ少ない。この辺の議論が米国でも Board3.0 に結び付いているわけで、Board3.0 が良いとは必ずしも限らないが、日本では戦略の議論をもっとする必要がある。いま月一回取締役会をやっているが、毎月やると細かい議案に終始してしまいがちである。経営戦略の議論を深める制度・仕組みを醸成する必要がある。その意味で、Board3.0 は(全面的に賛成するわけではないが)議論する余地がある。

最後に、日本のガバナンス改革は、まずは企業価値を創造して、パイを大きくして、そのパイを従業員等のステークホルダーに配分するという行程で

デザインされてきたが、企業価値創造は道半ばではあるものの、ステークホルダーへの分配は取締役会の議題として大いに意識する必要がある。

- 【柳川委員】監督機能をしっかりやってきたところで、さらにどのように取締役会で経営を後押ししていくか、が今回の大きなポイント。これはコーポレートガバナンスの側面のみならず日本企業が抱えている大きな問題なので、そう簡単に解決できる問題ではない。ただ、ある程度の形作りや志向性をコーポレートガバナンスの分野の方で持つておくのは重要であり、社外取締役を中心とした取締役会としてどこまで対応できるのかを議論することが今後の研究会の課題である。そういった一定の方向性を入れこんだ仕組み作りが大事だと考えているので、議論していきたい。
- 【塚本委員】実務的には、企業は、形式は整えており、次に、どのように実質も備えるかを、手探りで検討している状況にあると認識している。ご説明のあった目詰まりをいかにして解消するかは、必ずしもガバナンス面の対応に尽きるものではなく、例えば、税制や競争法といった法制度の問題もあり得るのではないかと見ている。ただ、本研究会の対象はガバナンスの観点からの目詰まりの解消であると理解しており、CGS ガイドラインの改訂も念頭に置くと、2点、アメとムチの観点から申し上げたい。

まずアメの話である。事務局資料の11ページで、経営者報酬が取り上げられているが、特に中長期のインセンティブ報酬の割合の議論はまだ残っているのではないかと思う。先ほどの事務局のご説明では、日本もドイツなどに近づいてきているということであったが、資料では、売上高1兆円以上の企業が対象とされており、かなり規模が大きい企業の話である。上場会社全体でみると、中長期インセンティブ報酬の割合はまだ小さいのではないかと思う。この点に関し、2021年3月に施行された会社法改正で、報酬についても重要な改正があり、個人別の報酬の決定方針を取締役会で決議することとされた。その中で、各報酬の占める割合の方針を定めることになっているが、差し当たっての実務対応としては、具体的な数値基準での方針が必ずしも定められているわけではないようである。そこで、CGSガイドラインにおいて、特に、中長期インセンティブ報酬の在るべき割合や、短期インセンティブ報酬・中長期インセンティブ報酬の各割合や金銭報酬・株式報酬の各割合に関し、どのような会社類型であればどのような考え方があり得るかといったことについての指針が示されると、各社の方針においても数値基準をもって割合を定めやすくなるのではないか。それに応じて中長期インセンティブ報酬の割合が高まれば、報酬制度が全体として、企業価値向上に向けてのインセ

ンティブ、ツールとしての役割を果たすことができるのではないかと感じている。

もう一つはムチの話だが、2018年のコーポレートガバナンス・コード改訂における重要な改訂事項に、経営陣幹部の「解任」の方針・手続きの開示というものがあった。実際の開示例を見ると、不正行為や法令・定款違反があった場合や経営者としての資質を欠いた場合、更には選任基準を満たさなくなった場合など、定性的な基準で解任の方針・基準が開示されるケースが多い。これに対し、業績が悪化した場合や経営計画を達成しなかった場合に経営者を交代するといった基準はあまりみられない。そのような観点の解任基準を、ある程度の定量的な基準をもって策定することが監督の観点からは重要である。例えば、経営計画におけるKPIと結びついた解任基準の作り方がCGSガイドラインで示されると、実務でも参考になると思う。その際、日本と海外に関し、業績悪化時の経営者交代が生じているかについての実証分析が示されると、定量的な基準の必要性についての説得力が増すかもしれない。ちなみに、「解任」というと、任期途中でクビを切るというイメージが持たれるが、実際に任期途中でクビを切ることはあまり想定しづらく、むしろあり得るのは、業績が良くないので、任期満了に当たり「不再任」とするような場面である。そのため、「解任」とともに「不再任」という表現も使ったほうがよい。

- 【三笈委員】2点ある。まず1点目であるが、事務局資料の10ページの女性・外国人取締役の選任状況の資料のうち、外国人役員比率が取り上げられている部分について申し上げたい。コーポレートガバナンス・コード原則4-11とも関係しているが、ダイバーシティと言った場合、米国ではRacial、Ethnicのダイバーシティは議論されるが、NationalityやCitizenshipのダイバーシティについては議論されていないので、外国人であることをダイバーシティの一項目として大々的に取り上げることには違和感もある。日本語ができる外国人を取締役に迎える場合は事務局サイドの運営方法もあまり変わらないと思うが、取締役会の席上、英語で議論を行うとなると、事務局も大変であるし、当日の議論も負荷がかかるだろう。会社の規模や業態を考慮しつつ、その辺りのプロコンを踏まえて考えた場合に、外国人取締役を導入していくことについて、どのような企業にどこまで推奨するかは考えた方がよい。

2点目は、事務局資料の3ページの世界の時価総額ランキングに関連する点である。2020年の表の上位の会社の顔ぶれを見ると、ほとんどが、アメリカや中国において、創業者によるカリスマ経営をやっている会社である。つ

まり、上位の会社を見ると、社内のいろいろな人の意見を取り入れたり、市場との対話を通じて投資家の意見を取り入れたりして大きくなったというよりも、カリスマ経営者が明確なビジョンを持ち強力なリーダーシップにより急速に大きくなった会社ばかりである。日本においても、時価総額ランキングを見ていくと、近年は、キーエンス、ソフトバンク、ファーストリテイリング、日本電産など、創業者がまだ残っているような企業の時価総額が大きい。もちろん、第1位のトヨタのように、そうではない企業もあるが、時価総額が大きい会社はカリスマ経営者が経営している会社が多いことは現実問題として認識しておくべきである。このことは、会社の作りとしては、分権的な体制よりも、集権的な体制を採った方が、果敢な設備投資や研究投資が可能であり、業績を伸ばしやすいということを示しているのではないかと考えている。事務局資料の37ページから38ページで、CEO集権型・分権型の論点が上がっているが、私はCEOについては集権的な体制の方がよいと考えており、ただし集権的にすると暴走する可能性があるため、取締役会できちんと監視・監督をしていく必要がある。また、CEOに権限を与えているので、その分、業績が上がらなければ、経営責任を取っていただくという形を明確にした方がよい。その観点から、取締役会の監視・監督はいったい何をやるのかを再整理したほうがよい。現状、多くの日本企業では、取締役会は月一回開催され、一定規模以上の投資など個別の案件の議題が引き続き多いが、これらは基本的には事業のことを最も深く理解している経営陣が考えるべき事項であり、取締役会ないし独立社外取締役としては、経営陣に対し、資本コスト経営、事業ポートフォリオ、人材投資などをしっかり考えているのかとリマインドしつつ、監督する役割に軸足を置くべきである。しかし、法律実務家の立場からは、現在の法解釈を踏まえると、大型の投資やM&Aとなると、どうしても最後は取締役会でしっかり時間を取って議論したうえで決議しないと経営判断原則の適用が受けられないかもしれない、と助言せざるを得ないが、本当にそれでいいのか。個別の案件に取締役会全体が関与すると、その経営判断のミスについて独立社外取締役がCEOの責任を追及しづらくなる可能性があるため、経営責任と法的責任は明確に区別して議論すべきである。

- 【大杉委員】2点ほど申し上げる。1点目は、事務局資料23ページに関連する。ガバナンスをやらされている感や規制対応のような企業側の感覚の原因としては、社長・経営トップがガバナンスの趣旨・意義を十分に理解していない、下に丸投げをしている、本社・本部で課題が十分に共有されていないことなどが考えられる。企業による差が大きいのかもしれないが、うまくい

っていない企業の現状及びその背景は何なのか、どうすればガバナンスへの理解や共感が広まるかについて議論することが大切ではないか。すべての上場企業がガバナンス優等生になることはないと思うが、裾野を広げて全体のレベルアップを図る必要がある。

2点目は事務局資料の36ページから37ページに関連する。今回の課題として挙げられていた、アントレプレナーシップを経営者が発揮してリスクを取りつつ利益を上げていくことは大切だと思うが、執行側の機能強化の具体的な内容や理論的な説明のイメージが、私のような企業組織に属したことのない人間からするとなかなか捉えきれない側面がある。現状のイメージとしては二つあって、一つは経営者が付加価値創造に役立つようなスキルを向上させたり、DXや事業ポートフォリオ管理などの社内の仕組みを実装すること（経営者のバージョンアップ）。もう一つは39ページの図にも近いが、経営者が従来やってきたことの一部を社外取締役役に投げたり、現場に権限移譲して経営者でなければできないことに集中していくこと。こういった理解でよいかは他の委員のご意見も伺ってみたい。

- 【宮島委員】まず全体に関する点としては、成長を後押しするガバナンスの仕組みを考えることが今回の課題であり、その正当性は認識している。ただ、ガバナンスで成長を後押しすることは非常に難しい。分配の面ではアベノミクスで明確な成果が出ているが、成長の側面からすると想定したシナリオは実現できていない。そういう意味で困難な課題に取り組むという認識が必要である。また、これまでガバナンスがオールマイティのような理解があって、厳密に考え抜かれないまま、どこまでが成長に貢献できて、どこからは税制などの補完的な制度でサポートしないと実現できないのか、そのあたりがはっきりしていない面があった。そうした射程を明確に意識して議論していきたい。

続いて個別のコメントだが、今回の研究会で企業の成長につながるガバナンスの仕組みを考えていくにあたり、これまでの議論は、日本のマネジメントボードをモニタリングボードにシフトしていく動きであった。他方で、執行の側面を強化するという今回の議論は、もう一度取締役会のアドバイスの側面を再評価する側面があり、研究会の課題は、Board3.0に見られるようなモニタリングボードの先にそれをさらに強化した仕組みを考えることと、執行の強化という、方向性の異なる2つの課題を考えるということだと理解している。全体4000社の上場企業がある中で、これら2つの方向性の違う話をガイドラインに書き込んでいくわけなので、企業の特徴から見て、どのような大きなデザインがあるかを考える必要がある。

2点目だが、報酬の評価はもう少し詰めていく必要がある。ガバナンスで何ができるかという面から見れば、機関設計と報酬制度の問題が中心となる。報酬で少しずつ変化が生じてきていることは事務局資料でも示されているが、さらにその先が検討される必要がある。CEOの報酬は変化したが、CEO以外の経営執行陣の報酬がどうなっているか、また、日本の問題としてよくペイレシオ（従業員賃金とCEO報酬の比）が低すぎると言われるが、経営執行陣に近い従業員（管理職）の報酬体系との整合性も含めて、変化が生じているのかは確認される必要がある。さらに、変化した報酬体系がリスクテイクの促進効果をもっているか否かも検討課題ではないかと思っている。

3点目は、コーポレートガバナンス・コードで導入されて目に見える効果を確認できるのは、社外取締役の導入が進んだことと、開示制度を入れることで政策保有株の売却を促進し、全体の構造に対して少しずつ変化を与えていることだ。今回の研究会でも、取締役会と並んで、政策保有株の問題を考える必要があるのではないか。政策保有株の売却は進んでいるものの、進んでいるのはもともと少ないところの売却であり、「岩盤企業」における売却はなかなか進んでいない現状がある。所有構造の面で、持合い・政策保有株があることが制約になっている可能性があるため、捨てる論点かと思う。また、売却によって得られた資金がどのように使われているかは成長との関係では重要な点で、現預金が積み増されているだけだとすると、資本効率に対してはプラスではないため、この点も含めて考える必要がある。政策保有株を売却した資金がもし投資に向けられないのだとすれば、自社株買いをして譲渡制限株として交付してインセンティブ付けするなど、戦略的な取組みがなされれば、こうした所有構造の改革が成長につながっていくと考えている。

最後に、Board3.0について。留保付きながらこれ考えることは賛成である。Board3.0の議論というのは、ガバナンスの考え方としては実は非常に素直な発想である。ガバナンスをメインバンクが担っていた30-40年前の日本で大きなステークを持っているメインバンクがボードに対して監督のために役員を派遣するとか、財務状況が悪くなるとより上位役員を派遣して経営に実質的に関与するといったことが常態であった。株主のステークが上昇してきた現在、その株主が直接に関与するルートを考えることは非常に素直な発想。ただ、この仕組みが現実的にワークする日本企業は全てではなく、どういうタイプの企業に適するのかは考える必要がある。また、どういう投資家が誰を送るかという問題もある。Board3.0の議論が出てきた米国では、大きなステークを持つブロックホルダーやアクティビストが想定されていたが、そのような想定が日本で現実的か、また現実的な企業がどういう客観

的な分布で存在するかを考える必要がある。

- 【古田委員】アイ・アールジャパンでは上場会社向けのアドバイスを行的っており、上場会社の企業価値や時価総額の向上に関するコンサルティングも行的している。その中でネックになっている話をしたいと思う。事務局資料4ページにも、最終的な目的として、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」という文言があり、これらの中には、株価や時価総額の向上が内在されているとは思いますが、文言だけを見ると、規模を大きくするイメージになりがちである。ただし規模の拡大だけでは解決できない問題がある。資本効率性を同時に上げていかないと、時価総額や株価の上昇につながらないという問題意識を持っている。内部留保が厚く、過大な資本を持っている会社が、いくら積極的に投資をしても、資本コストに見合うだけの収益を上げられないと、時価総額・株価の上昇につながらっていかない。それが最終的に、ガバナンス改革をしても実感がわかないことにつながっているのではないか。TOPIXの日本企業のPBRの平均値は1.1倍であり、半数弱の企業が1倍を下回っている。これは資本効率の概念が経営者に根付いていないことが原因であると考えている。持続的な成長と中長期的な企業価値の向上について、時価総額・株価を意識することで、真の意味での日本企業の成長につながっていくと思う。

- 【藤田委員】ガバナンスの強化をすれば企業が成長するという発想があまり安易に強調されることは良くないと思っている。ただ、ガバナンスを変えることで少しでも良くなることもあるのだとすれば、ガバナンスの問題分析や提言に一定の意義はある。「これで日本の経済を変えよう」といった、あまり過大な期待を込めた研究報告は無理かもしれないが、もう少しささやかなところに目標を置いて提言することには意味はあると思う。

ガバナンス改革のうち、日本企業に十分に理解されていない部分や誤解されている部分として、典型的には「監督」の趣旨が誤解されていることがあるので、そのような誤解は解く必要がある。また、委員会の設置や取締役会のマンデートの設置などのある種の形を要求することで実態を変えることは考えられる。従って、今回の研究会に関して言えば、これらの「啓蒙」と「形」に関する提言の組み合わせで何か良くしようというのが最終的な提言になるのだろうと思う。

現状の日本企業のガバナンスの議論との関係で一つ問題だと考えているのは、本来、次元が異なる解決で、重層的に対応していかなければならない問題が、総花的なガバナンス改革で一挙に解決できるという錯覚が起きてい

ないか、ということである。この場で既に出てきたような課題、例えば、取締役会で経営戦略の議論が十分にできているかという話、マネジメントレベルで意思決定の果敢さが足りないのではないかという話、過大な内部留保のような日本企業の体質の話、品質不正問題のような典型的なコンプライアンスの話、さらにサステナビリティにいかに関与するかという話は、全然性格が違って、解決のためのメカニズムも異なってくる。これらの問題に対する対策は場合によっては一見矛盾するかのような提言につながりかねないような話であるので、このあたりの整理はきちんとしないと、さらなる目詰まりの原因になるように思う。このあたりが未消化なまま、コーポレートガバナンス・コードが高度なものを要求すればするほど、それを遵守することで、あらゆる企業の課題が解決できるような錯覚が持たれると非常にまずいと思う。ガバナンスと成長がパッケージとして議論されることによって、ガバナンス改革でありとあらゆる問題が解決でき成長につながるといった発想に陥ることを恐れている。それがガバナンスの議論について各企業の消化不良を起こし、結果的には形だけ形式的に守っておいてそれ以上考えないということにつながっているおそれがある。そういった点を丁寧に整理することが今回の研究会の重要な課題になるのではないかと思う。例えば、「マネジメントに権限集中することと取締役会の監督機能はなぜ矛盾しないのか」、「委員会を置いてガバナンス上の重要な役割を担わせるということは一見分権的に見えるけれども、そのこととマネジメントレベルでの意思決定の強化はなぜ両立するのか」、「取締役会における経営戦略の議論の強調と委員会の話はどう調和するのか」といった点は、この委員会の委員の中では頭の整理ができているかもしれないけれども、それが一般的に共有されずに放置されていることがガバナンス改革の定着の妨げになっている気がしているので、そういったことを今回の研究会で整理できればと思っている。

あわせて、当初のCGS研究会ではわりと強調されていたのだが、企業の性格によってガバナンスの強調すべき点や解決策も違うという多様性が最近あまり強調されてこなくなってきた、多くの企業に共通する最大公約数的な話がやや強調されているので、再び個別の企業特性に応じたレコメンデーションを復活させていった方がよいと思っている。

- 【石田委員】ガバナンスの話はまず「守りのガバナンス」が存在し、その上に「攻めのガバナンス」があるのではないかと考えている。特に上の方は、仕組みや制度を作ることだけによって実現することは難しいと思うので、この研究会の成果物のガイドラインなどで示すことは難しいように思う。本来、ガバナンスは、企業がおかしな方向に行ってしまうたり、内部者だけで間違

った意思決定がなされることを防ぐという観点から議論がされてきたので、まずはそのような点が重要であると考えている。コードやガイドラインが出ると、企業はそれらの本来の意義よりも、まずは実務的な対応に関心が集まるだろう。そうなると、どうしても形式的な対応という批判が出る。しかし、ガバナンスの基礎的な考え方というのは、もともとは、長い間をかけて海外で発展してきたものなので、当然意味のあるものはずだ。それを日本の現状に合わせる形で、コードがガイドラインになっているので、そういったガバナンスの意義が腑に落ちれば、やらされ感ではなく自分事として企業が積極的に取り組むことができるはずである。基本的なガバナンス確立のその先にある企業戦略などは、ガイドライン等で示すことが難しいので、その部分は企業の自主性に任せるべきであり、投資家としてはガバナンスがしっかりしているかをまず見るのが本来の形だと思う。企業の人たちがやらされ感を持ってガバナンスに取り組んでいるなら、それは経営資源の無駄使いなので、コードやガイドラインの本来の意義を誤解しているのであれば、その理由を丁寧に見ていって、誤解を解くような形で研究会のレポートをまとめていくことが一つのやり方であると思っている。

- 【大内委員】こういった議論をしたいという点を2点申し上げる。1点目は、アントレプレナーシップ、アニマルスピリットについてである。これらは、前例のないことに対して腰が引けてしまっていないかというご指摘、あるいは、リスクの前にたじろいでしまい、大胆な経営判断ができていないというご指摘と理解している。今回の研究会のテーマがそこに着目されるということは、コーポレートガバナンスの議論が新しい段階に来たと感じている。これまでのコーポレートガバナンスの議論は、不祥事をいかに防止するかという点、つまり、法令・定款・社内決定違反により会社に不測の損失を生じさせること、あるいは経営判断原則から外れた決定をして、経営判断自体が問題視されること、これらをいかに避けるのかという問題、あるいは、少数株主と支配株主の利益対立の問題のように、形の上で、様々な構えをすることによって解決が期待できるものに取り組んできた。他方で、今回のテーマは、リスクとメリットの比較衡量が上手にできていないというご指摘だと思う。これは非常に難しい問題だ。例えば、野球のファンがなぜあの選手は打てないのだと言うことは簡単だが、自分ならこの時にこういう判断ができる、もし別の判断をしていればこのような発展があったのではないかという、具体的なケースを想定できないと、一般論として経営判断が腰抜けだろう、と言うことは難しい。できるだけ地に足がついた議論、例えば、よりいい経営判断を具体的に想定し、その上で、なぜこのような判断ができなかったのか、

ガバナンスの仕組みがこうであれば判断がやりやすかった、もしくは判断ができる人をスカウトできたはずであるといった、具体的な状況をイメージできるような議論をしなければ意味のある議論はできないと考える。

もう1点は、経産省の研究会であることをどう捉えるかということだ。経産省の研究会である以上、日本で事業を行い、日本で雇用を創出できる企業が残っていき、日本の若者が今後も幸せに暮らしていけるためにはどうしたらよいか、ということはこの研究会では考えていかねばならない。例えば、アニマルスピリットを発揮して、全部の企業が日本から出て行って、海外で事業を行い、海外での収益で企業価値も上がった、というような姿を求めることでいいのか。日本の企業で、ある成長分野で乗り損なった、あるいは既存の事業で転進をできていない原因が、果たしてアニマルスピリットの欠如だけの問題なのか。例えば日本で企業が1つしか生きていけないのに3つも5つもあるというときに競争政策上打てる手はないか、あるいはエネルギーに関する政策、原発や水素、電気料金の問題など、日本で事業をするのに支障となっていることはないのかという点を含めて、議論をしなければならない。

- 【武井委員】まず、事務局資料4ページの日詰まりの点であるが、取締役会の在り方、マネジメントが攻める環境としての取締役会の在り方として、日本企業における実務運用の見直しについて議論できる点はまだ相当にあるように思う。

相当比率の社外者がいる会議体であることを踏まえて、その事項をこの会議体で議論する意義は何だろうという目的意識を明確にした取締役会の運営をしていくことで、いろいろ変わっていくのではないかと思う。日本の監査役設置会社で、ミクロの細かい事項を決める場所としての取締役会があるが、社外者のいる会議体としてはこれは馴染まない。ガバナンス改革が企業の腑に落ちるという観点からは、ある事項を取締役会で議論している目的意識を持ってもらうことが大事ではないか。例えば資本効率性や生産性向上など、特に大きな戦略や成長につながるロジックをきちんと議論していること、さらには当該戦略を機関投資家などの外部に説明した時に一定の納得感のある議論が出来ていることが必要である。そのような場として取締役会を性格づけることが重要。

昨今、サステナビリティの議論も出てきているが、2030年における自社の位置づけを明確化し、そこからのバックキャストの中で、成長につながるロジックを議論することが大事。やるやらないを決めてかつ責任をとるのはあくまでもマネジメントであり、監督機関としての取締役会は細かいことを決

める場所ではない。成長のロジックに関するグッドクエスチョンを発する場。そこでどういう人が必要かを考えるうえで必要なのがスキルマトリックスであり、グッドクエスチョンを発し、成長につながるロジックを込める場としての取締役会の機能に沿った取締役構成を考えることが重要である。

2点目は、無形資産の見える化に関して日本企業には課題がある。PBRが低迷している一因かも知れない。機関投資家の中には、日本企業について営業利益率10%の壁があるということを抑るかたもいて、自社の知財などの無形資産の付加価値を経営者が理解せずに、容易にサービスの値引きに応じたり、無形資産や人的資本の多くが費用計上されていて、費用の削減と称してまとめて削減してしまうことなどが起きている。企業現場で、会計上の数値を所与とした行動パターンでなく、無形資産や人的資本を投資として考える発想の転換が必要である。最近、エーザイなどが同様の発信の取り組みを行っている。今回のコード改訂をふまえて、無形資産への取組みの在り方を、成長につながるロジックとして取締役会で議論することが大事であり、それによって従業員価値や顧客価値の高まり、ひいては従業員等へのリターンが増えるという新しい資本主義として問題となる論点にもつながってくる。

3点目として、サステナビリティ委員会に関連して、特に経営トップのコミット、全社戦略としての取り組み、アジャイルなKPIの設定などは重要であるので、議論できればと思う。

4点目は、日本の社外取締役の報酬が低すぎる点である。日本はアメリカの倍以上、社外取締役が働いているが、報酬が半分以下となっている点は是正が必要。また一部の機関投資家には、形式的に社外取締役に対する株式報酬はダメだとしているところもあるが、こういった形式的な対応は見直しをする必要がある。

5点目は、株主・機関投資家に対して過度に期待してしまっている点である。欧米ではマネジメント専権の事項を認める会社法になっているが、日本では株主がマネジメント事項にも何でも介入できるかのような会社法の考え方になっており、これは直す必要がある。株主がパッシブ化する中で、取締役会の改革を進めていくことで、株主がある程度取締役会の判断に依拠できる環境を作ることが大事である。

6点目は、資本市場における透明性の論点である。これだけパッシブの機関投資家が増えている中で、株主総会ではパッシブの投資家の票の取り合いのような状況になっているが、日本の現行法制下では、選挙に例えると「現職側」にはとても厳格な透明性・開示が求められているが、他方で「新人側」には透明性の規律が事実上課されていない不均衡がある。正確な情報が出されていないままでは、有権者である機関投資家側が誤導されて票を投じる懸

念もある。パッシブなロジックの票を取りあっている構造の中で、この不均衡は根本的に直す必要があるのではないか。例えば欧州が導入した 0.5%以上の株主への質問権創設やパブリックキャンペーンの際の各種透明性向上の施策、また欧米における複数議決権株式の導入状況なども理解して、日本においても資本市場における透明性の向上等を議論すべきである。

- 【阿部委員】事務局資料の中に、これまでの改革の振り返りの資料があり、コーポレートガバナンス・コードが策定されてからどういった結果が出ているのか、収益性改善や中長期投資に大きな影響を与えていない、ということになっている。ただ、全体の平均値ではそうかもしれないが、私自身は、相当の影響が出ているとポジティブに捉えている。ある機関投資家から示されたデータでは、TOPIX500 社のうち、独立社外役員が半数以上の会社は 50 社程度しかないが、これらの会社の TSR は圧倒的に他を凌駕している。特に 2012 年からのパフォーマンスが顕著で、2012 年というのはまさにコーポレートガバナンス・コード元年、アベノミクスの開始時期と重なっている。もう一つは、富士通の株価もここ 7 年で約 5 倍になった。株主の中には、富士通の株主になった理由として、ガバナンスの強化を挙げる者も多い。これによって、企業の評価の向上、期待値が上がったこと、また企業内部における新たなイニシアティブが出てきていること、例えば中長期のキャピタルアロケーション、株主の意向を反映した KPI の設定、改革派の CEO の選任、それによる事業ポートフォリオの再編、専門化の推進などが進んでいる。中長期の投資家がこういったものを評価して株主として入ってきている事実はあるので、一定の効果は感じている。事務局資料の中にも、ヒアリングの内容として、これからはコンプライではなくてエクスペインに移行するのだ、遵守すべき項目が多すぎる、という声も出てきており、それが「形式から実質へ」の流れを止めてしまわないような発信は研究会で考えていければと思う。

また、「形式から実質へ」の変化のために 2 点大きなポイントがある。一つは、取締役のクオリティの向上は必須である。委員会を作っても、そこで何をやればいいのかわからない取締役がいると、取締役会の事務局が用意した資料を追認するような議論になってしまい、本当の意味でのガバナンスにならない。もう一つは、日本ですぐには難しいだろうが、独立社外役員が過半数になってグローバルスタンダードに近づくことを指針として示さないと、指名委員会・報酬委員会の意思決定の客観性も担保できない。

- 【澤口委員】今回の研究会の成果を CGS ガイドラインの形でアップデートす

ることは賛成。ただ、様々なガバナンス関係のガイドラインが出ている中で、この研究会の成果をもっと使っていただく観点から、アップデートの内容をパブリックコメントに諮ることも一つのやり方と考える。

以上

お問合せ先
経済産業政策局 産業組織課
電話：03-3501-6521
FAX：03-3501-6046