

## CGS研究会（第2期）

### 第12回 議事要旨

1. 日時：平成30年12月13日（木）10時00分～12時10分
  2. 場所：経済産業省本館17階国際会議室
  3. 出席者：神田座長、青委員、石田委員、江良委員、太田委員、大場委員、後藤委員、藤原様（小林委員代理）、佐久間委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、寺下委員、藤田委員、松元委員、三笥委員、宮島委員、柳川委員（11時15分途中退席）、井上課長  
（欠席：青木委員、伊藤委員、大杉委員、翁委員、神作委員、小口委員、小林委員、富山委員、中村委員、竹林参事官）
  4. 議題：グループガバナンスにおける「攻め」の論点について③
  5. 議事概要：

はじめに、本研究会の進め方について、資料2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、事務局より資料4の説明を行った。

次に、タワーズワトソン株式会社 森田氏によるプレゼン（資料5）が行われた後、討議を行った。プレゼン及び討議の概要は以下のとおり。
- 【森田様】グループの経営者報酬の在り方ということでテーマを頂いたが、昨今、グローバル化の重要性がさらに増す中で、実際に私どものところに「グループ経営者報酬」というテーマで相談をいただく案件のほぼ100%がグローバル絡みであることから、本日はグローバルな経営者報酬のマネジメントの在り方ということで論点及び実態をご紹介申し上げたい。

（5ページ）全体像からご説明申し上げます。グローバル化の段階によって色々課題が変わることとなる。このような内容については、本日の出席者の皆様のほうがお詳しいかと思うので、ここで多くは述べない。最近感じるのは、現地法人における現地化、現地の幹部の登用というものが一層進んでいるということだ。もう1点は、地域を越えてグローバル連結で組織を再編する動きが日本の会社においても徐々に始まってきており、こうした動きが進めば進むほど、経営者報酬の在り方もグローバル、グループという観点で考えなければならない。こういう時代に差しかかっていると理解している。

（6ページ）そのときに、どういう視点でどういったことを考えなければいけないのか。まず、左下の「各地域における人材活用の視点」という箱だが、

日本の会社のこういったグローバル経営では、法人単位で管理をしていくということがしばしば行われている。こうした形で見えていったときに見受けられるのは、その重要性という観点から見たときに、本来見るべきところが見えていないとか、あるいは、本来もしかしたら見なくて良いところを見ているとか、そういうところが場合によっては整理されていないことがあるのではないか。例えば、6ページの図を見ると、会社によっては、濃い紫色のところは本社から見ているけれども、薄い紫色のところは把握をしていないとか、こういうところが若干見受けられる。

それから、「本社を起点としたガバナンスの視点」ということで、これはまさにガバナンスの観点になるが、本社から見たときに、各子会社あるいはビジネスユニットについてしっかりとグリップを効かせることができているかどうか。これはどういったポリシーを定めるかというところと関係してくる。

そして、右下の「グローバル一体経営の視点」というところだが、先ほど話したとおり、各法人ごとにマネジメントが行われている中で、横串を刺すことが果たしてできているか。例えば、グローバル共通で評価の仕組みを共通化するといったことは必ずしも一般的には行われていないという実態があるが、これを経営のグローバル化の中で、どこまで考えなければいけないのかといったことが論点であろうと認識している。

(7ページ) コーポレートガバナンスの進展は目覚ましいが、これまでこのガバナンスの議論が日本国内あるいは単体という発想のもとで進化したのは間違いない。海外子会社の管理については(いわゆるコーポレートガバナンスという枠組みではなく)通常の社内の問題として整理してきている、という企業も数多くあるかと思う。

一方で、例えば、海外の人材の本社役員への登用や、非常に大きな会社の買収といった取組も視野に入れると、海外子会社の管理というのは(国内役員とは)別個に考えるべき問題ではなく、投資家等に対する説明責任から考えても、コーポレートガバナンスという全体の枠組みの中で考えなければならぬし、また、経営者報酬もそういう文脈で考える時代に来ている。

(8ページ) これまでの日本企業における報酬面の状況だが、全体としては、海外子会社の経営者層の報酬については、地域別もしくは個別に対応してきた。これはこれで一定の効果、意義があったと認識している。例えば、経営者のリテンション、あるいは彼らの意欲を高めるという面において、現地のニーズをしっかりと理解をして対応してきたのは、個別に対応しているからこそといえる。こうした効果によって子会社の業績を伸ばすといった結果につながることもあったらと思う。一方で、こうした形で別々に対応し

ていくという中で、横串を刺して現状を見てみると、かなりばらばらな面が見受けられるということが、多くの日本企業の実態といえよう。

全体的なグローバルガバナンスという文脈で考えると、このバラバラの状況で良いのかという論点と、また、グローバル経営の中で、一つの方向に向かって頑張っていこうという「一体感の醸成」という観点から見たときに、報酬面においてもすべきことがあるのではないかという論点が生じる。

(10 ページ) それでは、報酬面においてどういったことが具体的な課題や論点となるのか。これは一般的な経営者報酬の枠組みと全く同一だ。すなわち、制度を作ることと、その制度に基づいてしっかりと運用していくこと、これを両輪として回していくのが重要であるということは、日本でも海外でも、あるいはグローバルでも全く同じである。

(11 ページ) どういった意思決定を行っていくのかという論点の説明である。先ほど坂本課長からも紹介いただいた通り、本体を頂点として、誰がどのように決めるのかということをしっかり決めなければならない。

こちらの事例では、本社が直接一定の階層以上の幹部について管理をするという形になっている。そして、その際に、CEOが評価等に直接関与し、対象となる幹部に対して説明を行い、報酬の話もするという形になっている。その上で、客観性を担保するために、特に重要な幹部については、本社の報酬委員会において審議対象としている。実態として非常に機能している一つの例である。

一方で、概ねこの事例のような形態になっている場合も、実際に案を作成するプロセスが会社によって少しずつ違っていて、それが大きな意味を持つことがある。

例えば、報酬の実際の額を決めたり評価をするときに、現地が起案するというケースがよくある。例えば、米国の子会社においてある幹部の報酬を考えるときに、現地の人事に考えさせる、あるいは本人に考えさせ、その案を本社が受け取り、審議・承認する、といった形になっていることがよくある。その際に、ポリシーあるいは制度というものがグローバル共通で敷かれていれば別かもしれないが、しばしばそうした仕組みは存在していない。そうすると、議論の土台や出発点が現地主導で決められているということになり、グローバル全体のガバナンスを効かせるという観点で適切といえるのか、という疑問が生じる。また、実際に交渉という場面になると、後手を打つという形になるので、若干不利になる可能性がある。

(12 ページ) 実際にグローバルな仕組みを展開していった場合の全体像の例を示している。例えば、報酬の水準については地域別に定められるので、自社の報酬を定めるにあたっては、例えばマーケットの標準的な相場に比べ

て上回る、あるいは、標準的な相場を狙う、といった記述となる。報酬の構成比率については、マーケットに比べて、例えばより一層メリハリをつけるといった一つの考え方を表現するという形になろう。また、インセンティブの仕組み、そして業績の評価の仕組み、こういったものは地域を問わず導入することも比較的可能なので、これをどこまでやるかは各社で検討すべき論点といえる。

(13 ページ) 12 ページで示したさまざまな仕組みは、日本の会社においては、欧米企業に比べればまだこれから導入が本格化する段階であり、13 ページではそのイメージを示している。

昨今、特に大手を中心として多くの日本の会社が様々な取組を進めている。アプローチとしては、大きく分けて2つある。1つは、現状がこの4象限の左下にあるとして、その上に移るアプローチ（パターンA）である。いきなりグローバル共通の制度を作るわけではないが、本社が少しずつ関与を進め、全体のガバナンスを効かせていこうというパターンだ。もう1つのパターンは、左下の象限から右側に移るイメージであり（パターンB）、会社としてグローバル共通の考え方を示して、その考え方に基づいて各現地法人等に運営してもらうという形態である。

(14 ページ) 13 ページのパターンAは、多くの日本企業において行われているパターンである。ポリシー等は必ずしも明示的には定めないが、運用面での本社関与を強めていく。少しずつやっていくという意味においては、やりやすい部分があるが、報酬について経営者本人に説明するとき、拗って立つ「憲法」とでもいうべき土台がない中で説明することになる。そのため、本人とのやり取りにおいて、本人の希望を受け容れるか受け容れないか、あるいは、マーケットに対してどうかというところにのみ終始することがよくある。

このため、議論がなかなか深まらないことが多いのが実態で、多くの企業においても、こうした状況を経験して、報酬のポリシーや制度がないと厳しいということを実感しているのではないか。このような体験をきっかけに仕組みの構築に踏み出す会社が増えつつあるというのが実態である。

一方で、パターンBのように、先にガイドラインを定める日本企業もある。このような場合は、多くの企業においてある程度緩やかな考え方を示し、実際の適用において実態とガイドラインのポリシーに乖離があっても、過度に強制的な介入をしないことも可能である。このときの懸念としては、いずれはガイドラインを徹底しないと、ガイドラインと実態の乖離がなかなか詰まらず、ガイドラインが有名無実化する恐れがあるということである。

そのため、実態とガイドラインとをうまくバランスをさせていくことが課題

となる。日本の会社ではまだあまりないものの、欧米企業においてはここでいうパターンAとBを組み合わせたような取組が進んでいる。この場合の弊害としては、14ページの右下に記載している通り、グローバルの一貫性を重んじることに伴い、各地域のことを顧みず、現地からの不満につながる恐れが生じるということである。そうした場合グローバルでの一体感の醸成という一つの目的が達成されないということにもなりかねず、現地との対話を通じながら実態的な運用をしていくことが一つの目標になってくると考えている。

(15 ページ) 事例なので、説明を割愛する。

(16 ページ) グローバルな報酬の制度やポリシーを展開する際に、具体的な方針策定において何が問題になることが多いのかを紹介している。実際には、報酬の水準が問題となることが多い。例えば海外と日本の報酬の水準差は昔からある論点であるが、昨今、さらにその問題が先鋭化しつつある。もう一つは、インセンティブについて、長期インセンティブ、より具体的には株式報酬をどのようにグローバル展開するかが一つの課題になっている。こちらについては、この後に詳しくご紹介する。

(18 ページ) 報酬水準について、日本と欧米各国を比べると、経営者の報酬水準の格差は明白だ。ガバナンス・コードが入ってから、日本企業の経営者報酬の水準は、とりわけ株式報酬の導入を伴って少しずつ上昇しつつあるが、欧米各国も物価上昇率等と合わせた昇給が毎年なされているので、必ずしも水準差が縮まるという状況ではない。今すぐに欧州の報酬水準に追いつくことはなかなかないだろう。

(19 ページ) 報酬水準について、日本と海外間の格差が存在し、場合によっては、日本のトップとその部下に当たる海外子会社のトップとの間で「逆転現象」が発生するという事は日常茶飯である。最近、日本企業のグローバル化がさらに進む中で、例えば、外国籍の役員が日本の本社の役員として登用される、あるいは、経営チームとして、日本人と非日本人との混成チームが編成されて、日常的に日本と海外と関係なく議論をしているという状況があちこちで生まれている。こういった動きがどんどん強まる中で、日本の経営者の皆さんが、この「逆転現象」に対する違和感や、「グローバル共通の報酬の考え方がないこと」に対する違和感が、日に日に大きくなっているというところがある。当然ながら、グローバル化の進展度合いによってその違和感の大きさは変わるものであるが、少なからず大企業を中心に共通して存在する問題かと考えている。

そういうことを通じて、日本本社の日本人経営者について報酬の水準を引き上げるニーズが高まっている。実際、日本マーケットの標準的な水準を大き

く超えて水準を設定していくべきではないかという議論も一部の企業で起きているというのが実情である。

(20 ページ) 実際に各国においてどういう形で報酬の水準が決められているのか、概要を示したものである。水準は 19 ページのデータのとおりである。実際に水準を決定するにあたっては、市場水準と比較する「ベンチマーク」が用いられる。結局、どのような市場の水準データに依拠するかによって、結果としての報酬の水準が変わることになる。共通しているのは、いずれの場合においても国別あるいは地域別にベンチマークをするのが基本であり、各国で形成されている相場にフォローするということだ。したがって、「グローバルベンチマーク」はさほど一般的ではない。

一方で、日本において水準の妥当性を議論するとき、欧米などの海外の同業他社の水準を参考にするといった動きも一部にある。欧州は日本企業にとっての参考例としては適当かもしれない。欧州企業は、地域別もしくは国別のベンチマークを行うという原則に従っているが、グローバルな大企業では、フランスとかイギリスといった国に閉じないで、ヨーロッパ全体でのベンチマークが一般的になっている。一定のサンプル数、母集団を確保するうえでヨーロッパ全体を見るのがプラスに働くという側面に基づき、国を越えた人材の移動が起こりやすいという実状を踏まえつつ、こうした手法がとられている。

また、欧州企業については、これも一部のグローバル化が進んでいるような業界で、かつ、大企業で限定的にグローバルなベンチマークが行われるケースもある。

一方、米国企業の場合は、世界の中で一番報酬水準が高いので、仮にグローバルベンチマークをすると報酬水準は下がりかねず、アメリカ企業間で比較分析を行うのが一般的だ。

日本と同様、欧州企業も報酬水準の地域間格差の問題に直面することがある。特に、長期インセンティブの水準の設定の際に問題化することが多い。世界共通で一定のルールを決めて付与することが一般的であるが、これをヨーロッパ起点で実施したときに、米国の拠点や対象者から「これでは不足する」という反発が来ることがよくある。このようなときの対応方針は会社によって異なる。そのまま押し切るか、あるいは、米国についてはそのマーケットの水準に照らし合わせてある程度調整をする、といったことがしばしば行われる。私が欧州のグローバル企業にヒアリングしたときも、「各地域における競争力の確保」「グローバルでの一貫性」の狭間に置かれた担当者の悩みはかなり深いようであった。

報酬水準を考える際に踏まえなければならないのが、日本において引上げに

向けた議論がしばしば行われる中で、欧州あるいは米国では高額報酬に対する社会的な批判もあることである。

(21 ページ) 日本において、グローバル化の進展とともに生じる経営者の違和感について、それをある程度和らげるうえで一つのイメージを示したのが 21 ページである。当然ながら色々なアプローチがあり、実態によって採るべき手法も変わってくるので、一例もしくはイメージとしてご覧いただきたい。仮に、現状の日本のトップの報酬水準が左下の濃い赤のところにあるとして、米国事業のトップである自らの部下の報酬との逆転現象が発生したときに、ある程度その水準を見据えながら報酬の水準について調整をかけることが一つ論点となる。日本のトップと同様の職責として、仮に米国や欧州の CEO と同等の水準を想定すると、それには到底追いつかない。しかしながら、地域別に相場が形成されているという実態から考えても、海外水準に直接あわせる必然性は高くないだろう。従って、実務的には、一段下の部下との水準面での逆転を防ぐところまでが実際に考慮するうえでの一つの限界と考えられる。しかし、こうした検討を通じて、日本におけるマーケットの相場が上方に調整された暁には、ここで述べている社内的な論点は徐々に打ち消され、純粋に日本マーケットの議論としての対応に収斂する時代がいずれ来るのではないかと考えている。

ただし、欧米における高額報酬に対する社会的な批判という論点もあることを考えると、日本（企業）において積極的な取組みも含めて報酬水準の見直しが進められているものの、一体どのあたりを上限として見定めるべきかという点について、それぞれのステークホルダーが納得できる場所を議論すべき時に差しかかっているのではないかというのが私どもの認識である。

(23 ページ) 報酬水準と並ぶもう一つの重要な論点は、長期インセンティブである。日本企業の本体（＝本社役員）において、ガバナンス・コード導入以降株式報酬の導入が進んだが、海外拠点の経営幹部についてどうするのかという論点である。グローバル化の進展とともに、一体感を醸成し一つにまとまっていくということが日本企業のニーズとしてある中で、その枠組みとしてグローバルな長期インセンティブが使えないのかということである。

(24 ページ) これまでの日本企業の海外における長期インセンティブは、主としてキャッシュベースで支給されている。その支給額は、海外子会社の業績に連動するのが一般的であった。これはこれで現地の方からすればわかりやすく受け入れやすいという側面があるが、グローバル全体の全体最適という観点で弱くなるし、キャッシュの支給のため、一旦支給されてしまうと、その後の長期的な企業価値の向上という視点の共有が難しい。実務的には、例えば「3年後の業績目標」を設定することになるが、これは

非常に難しい。せっかく制度を導入しても、本社あるいは対象者の双方が満足をしないう結果となるケースが散見される。

(25 ページ) そうした中で、グローバルな株式プランの導入が課題になりつつあると認識している。現在の状況は、25 ページの一番左側にあるとおり、本体において中長期のインセンティブの導入が進んでいる中で、海外の幹部についても、そうしたものを適用するという動きは活発化している。

その際、海外子会社の業績に連動するインセンティブ制度だけではなく、会社によっては、キャッシュベースではあるが、株価に連動する長期インセンティブを導入する会社も出てきている。キャッシュベースとするのは、海外居住者に対して株式を直接付与することの実務上のハードルが高いというのが背景にある。

一方で、ごく一部ではあるが、25 ページの一番右側の「グローバルで直接株式を付与する」という方式にこだわる日本企業も増えつつあるという実態がある。付与に向けてハードルはあるものの、さまざまな工夫を凝らしながら、実際に導入に成功しているという事例が少しずつ出てきている。さらに、それぞれの金融機関も努力を継続しており、グローバル長期インセンティブはいずれ急速に普及すると見ている。

(27 ページ) 27 ページに記述していることに加えて申し上げると、経営のグローバル化とともにグローバルの報酬マネジメントを進める中で、多くの日本企業にとって課題となるのが人事の体制である。グローバルな人事課題に取り組む人事のチームを取りまとめる人材をどのように確保するのか。実務に携わるなかで、この課題は重要でありつつも解決が非常に難しいものであると実感している。海外の人材をどのように活用するのかということも、あわせて考えるべきではないかと思う。

もう一つは、経営陣あるいは事業運営に携わる人たちが、報酬マネジメントに関するスキルをどう身に付けるか、というのも課題であると考えている。日本企業では、本社ではしっかりとした人事制度があり、その運用は人事が基本的にはしてもらえというのが一般的であるが、海外では、上司が部下に対して評価や報酬の話をするというのが通常である。日本で色々なマネジメントを経験していても、その後、海外の子会社のマネジメントに携わることになったときに、大きくギャップを感じる人も多いのではないかと。こうしたギャップが生じないようにするために、どのように意識的に対応策を講じていくが日本企業にとってのもう一つの課題であると考えている。

- 【佐久間委員】まず、お話しいただいたことに関して、助言があればいただきたい。



日本の企業の大方というわけでは決してないだろうが、グローバル展開をするときに、本社の人間が出向という形で現地のトップや幹部になるということが結構多いのではないかと思う。当社も典型的で、基本的に出向という形だ。行った先のマーケットの報酬水準とは全然異なる、本社の基準で全部判断がされるため、基本的にベースは統一されている。つまり、インドに行った人間の報酬水準が非常に低く、アメリカに行ったら10倍になるというわけでは全くなくて、そこは全く一緒だ。当然、手当は別であるし、評価については、現地での業績が反映され、奨励や昇格、昇給で評価されるが、報酬水準のベースは統一的だ。

また、合併などに行った場合は、戻入ということで、逆に現地との関係でものすごい高い給料であれば、それは会社に入って、本人がもらうお金は出向者として同じということが多いかと思うのだが、実際には日本の企業はそういう出向ということをやめつつあるのだろうか。一旦退職して、その人間はそこへ行ってそのマーケットの、アメリカやヨーロッパでは高くなるので良いのだが、そういう形でやられているというのがトレンドなのだろうか。

- 【森田様】今おっしゃったような、出向に伴う報酬水準設定や転籍とするかどうかという点については、他の企業における実態も貴社がされているような形となっており、また今後も同様の形で続くと思われる。これは欧米の会社も同じであり、例えばアメリカの会社からアジアに赴任する場合には、アメリカの水準を踏襲することになる。その際、これは日本の会社の出向者も同じであるが、物価差の調整を行う仕組みが整えられていて、それに基づき処遇することになる。ただ、基本的な考え方としては、本国ベースでこれを処遇しているということである。

一つ言えるのは、日本の会社においては、日本から海外へ赴任する際の仕組みについては、長きにわたる展開の歴史の中でかなりしっかりとしたものを持っているということである。昨今、海外から日本に来たとき、あるいは、海外から海外に赴任したケースについてが日本企業にとっての課題となっている。この場合にどうするかというポリシーがなく、かなり個別運用となっていて、場合によっては不公平が生じているのが実態だ。したがって、その国際間移動の報酬に係るポリシーの策定が課題であり、一部の会社は既に取組を始めている。

- 【佐久間委員】もう1つ、事務局資料において、上場子会社の独立役員の数  
の統計が出ているが、一般的に言えば、上場子会社は子会社だから当然規模も小さく、上場会社全体と比べれば当然取締役の数も少ない。絶対数だけ比

べる意味がどれほどあるのか。具体的に言うと、27、28 ページに数字が出ているが、その差がゼロコンマ幾つあると言うよりは、独立役員が占めている割合で見ると、上場子会社は所帯が小さくなるので、独立役員を2人置いていると独立役員の割合は高くなるのではないか。当社のグループでは、本体に比べて子会社はなるべく所帯を小さくするというようになっており、そこに独立役員が2人入ると比率は高くなる。こういうことが起きているかどうか見ていただきたいと思う。

- 【坂本課長】確かに規模の影響はあるかと考えており、事務局資料 29、30 ページでは、一定のゾーンで比んでいる。例えば、ゾーンで分けて比べると、上場企業一般では規模が大きくなると社外取締役の人数が増えているが、上場子会社ではそうっていない。
- 【神田座長】今のテーマについては、ご指摘を踏まえて、さらに整理をさせていただきますと思う。

- 【太田委員】まず、報酬制度について、1つの質問と1つの意見を申し上げる。

従前から、コーポレートガバナンス・コードの中でも、任意の報酬委員会の設置ということは当然うたわれているわけだが、2017年の春に東証が公表されているコーポレートガバナンス白書を見ると、上場企業においても、任意の委員会が設置されている比率は16.5%しかない。逆に言えば、東証一部上場企業においても、約70%の企業は報酬委員会を設けていないというのが実情だ。この1年間でどこまで進んでいるかというのはあるが、データがないのでわからないので、昨年データで申し上げると、それが実態だ。したがって、まず、一つの提言として、この辺の改善を強く訴えることが、透明性、公平性あるいは合理性の担保という観点からも必要ではないか。

2点目は、森田さんへの質問でもあるのだが、事務局資料の70、71ページにも出ていたが、報酬制度の基盤となる指標は、やはり財務指標に限定されているという実態があるのだと思う。私は、企業の社会的役割がますます問われている現状の中で、それでは良くないと考えており、ESGやSDGsなどの非財務指標をどのように取り入れていくのか。事例の紹介もされていたが、恐らくLTIに深く関係するだろうなとは思っているのだが、この点について日本企業も継続的に検討していくという方向性を是非打ち出していくべきだと考えている。それで、森田さんへの質問だが、諸外国の中で、ESGあるいはSDGsという、国連の決議なので、この辺の非財務指標の報酬制

度への取組実態について、おわかりであれば教えていただきたい。

- 【森田様】まさに海外においてもそういったところ（ESG、SDGs）が注目をされているところであって、欧米を中心に、こういった指標を使った評価は普及しつつある。評価の仕方は色々あるが、今ここで事例として紹介されたようなインデックスを使うケースもあれば、SDGs等を念頭に置いた上で、その会社における取組の内容を目標として定めて、その取組の内容についてマイルストーンをどれだけ達成することができたのかを年次のインセンティブにおいて評価する、といったことが行われている。
- 【太田委員】その辺について日本企業の幾つかの事例はあるのだが、資料を拝見する限りでは、実際にどういうプラクティスなのかがなかなか見えにくいので、これからの研究会の中でその辺が少しクリアになれば、各企業にとって参考になるのではないか。  
もう1点、親子上場をめぐる課題に関して申し上げる。資料で言うと15ページになるが、特に支配株主がいる場合に、親会社が社長を送り込むというのは一般的で、その場合、親会社の経営支配力というのは当然強大になってくる。その中で、少数株主の権利の保護や、それをどう適切にガバナンスするかという観点で、一定数の独立社外取締役あるいは社外監査役の選任、これを勧奨するということが私は有効だろうと思う。しかしながら、我が国では、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社が圧倒的に主流を占めており、例えば、3分の1を超える社外取締役の配置という議論は、本当に実態に即しているのだろうか。方向性としては、社外取締役の増員配置がうたわれていることは十分承知しているが、今の機関設計の実態を踏まえたとき、そして、平均人数が8.何人と言われている中で、3分の1を超える、あるいは3分の1を目処として強く推奨するということまで行って良いものだろうか。その点に危惧を感じる。ここまでうたい込むのは拙速ではないかというのが私の意見である。
- 【石田委員】特に上場子会社のところだが、例えば、親会社が子会社を買うためにM&Aを行う際に、海外では、親会社は投票しない、つまり、少数株主だけが投票するということが結構あると聞いている。こういう事例にどういふものがあるか、実態を少し調べると、それをもとに何か議論ができるのではないかなと思う。
- 【坂本課長】今の点は、取締役会でということか。

- 【石田委員】株主総会だ。株主総会で、通常、親会社も含めて投票するところ、親会社が投票しないというケースだ。
  - 【神田座長】ご質問の趣旨は、M&Aの Majority of Minority として行っているのとは別に、平常時において、ということか。M&Aのときについては、利益相反があるような文脈でそういう実務があると思うが、それ以外にもあるかどうかを含めて、一応調査したいと思う。
  - 【石田委員】今私が思ったのはM&Aの際についてなのだが、もちろんそれ以外の場合でも、どういうものがあるのか気になるので、調べていただければ幸いだ。
  - 【坂本課長】確認してみたいと思う。
  - 【柳川委員】今の上場子会社の件に関しては、独立社外取締役を期待する部分はあるのだが、一つは、今ご指摘があったように、自主的に3分の1、多くの人数を確保できるのかという課題と、もう一つは、結局のところ、色々な難しい調整は、全部、独立社外取締役がやってくださいということになってしまうので、ガイドラインに何か入れるのであれば、その部分はある程度整理をしておかないと、結局、社外取締役は重要な局面で何をやって良いかわからないということになりかねないと思う。特に、大株主からの独立といったときには、下手をすると経営者の側についてしまうようなことにもなりかねない。だから、大株主と少数株主と経営者という局面があったときには、通常はどちらかというと経営者からある程度独立した意思決定をすることが期待される。大きな利害相反が親会社との間にあるという特別な文脈の中において、今書かれているような役割を果たすということだと思う。どういう役割のときに何をやってもらうかをガイドラインにきっちり書き込み、社外取締役が何をすべきか迷ったり、自主的におかしなことが起きないようにする工夫が必要かと思う。
- それから、報酬については、非常に貴重なお話を伺って、色々よくわかったのだが、これは2つの軸があって、昔は海外は特別とかと言ってそれで良かったのだろうが、グローバルな展開をしていく上では、全社的な報酬体系の一体感を持たないと、日本の企業としては回っていかないというのは事実なのだろうと思う。その一方で、図表で示していただいたように、地域によってもものすごく大きな平均的な差があって、この差をどうやって埋めながら一

体感を出していくのかということが問われているのだろうと思う。これは日本の企業全体の中では今そちらの方向に進んでいるということなのだと思う。私が一つ考えるのは、地域の状況というのは判断しなければいけなくて、そういう意味では、途中でいくつか案を出していただいたが、その地域の中での平均的な賃金水準からどのくらい上げるのか、下げるのかということ。だから、一体的なプリンスは共有するのだけれども、自主的な賃金の支払いについては、例えば、評価がBであればその地域の平均的な賃金とする。あるいは、評価がAであればその地域の平均的な給与から50%増しとか、そういうようなことにしていかないと恐らくバランスがとれない。逆に言うと、そういうことをすればどこの地域でも同じ金額ということにならないのだけれども、統一感はとれるということだと思う。一例にすぎないのだが、うまくその両軸を整合的にできるような工夫をしていくことが大事だし、それをどこまでガイドライン的なところに書けるかというのは、また次のステップだと思うが、これから何か工夫が必要になってきている時期なのだと思う。

- 【寺下委員】 2点、お聞きしたい。

1点目は、資料5の18ページで、各国での報酬の絶対額の比較をしていただいたが、最近では、トランプ大統領もこのペイレシオに関しては、ドット・フランク法が施行されていても、規制を緩和するという動きが出てきている。ペイレシオの考え方というのは、今、グローバルでどういう位置づけにあるのか。また、今後、ペイレシオの考え方は、これから開示の中において、一般の方々とトップとの差がどれくらい違うのかという点がかかなり重要なポイントになってくると思うのだが、それを今あまり言われなくなってきている気もするのが、それはどのように考えれば良いのか。

それから、今、柳川先生がおっしゃったのは、平均的というのは、トップでエグゼクティブの平均的な給料だと思うのだが、地域でペイレシオ的平均的な何かというものもあるのか。

2点目は、TSR (Total Shareholder return) の観点で報酬を比較する際、各国で全体にマーケットが下がったときに、当然、TSRは下がるわけだから、TSRが重要だと書いて色々開示されているけれども、実際にマーケットが全体に下がったときに、一生懸命頑張って業績を上げているのにTSRに引っ張られるのかどうか。それはバランスの問題はあると思うのだが、TSRがかかなり重要な要素として世界的に見られている中で、どのように考えていけば良いのか。今後、金融庁さんも開示がその辺のところは進むと聞いているので、この辺は今どういう状況にあるのか。この2点をお聞かせいた

だければと思う。

- 【森田様】まず、1点目のペイレシオであるが、報酬がそもそも高額ではないかという批判がある中で、欧米においてこうした規制が導入されているということである。ただし、どのような形で報酬の水準を比較するかが難しい論点としてあって、例えば、トップと従業員の平均的な賃金を比較する際に、従業員の平均的な賃金とは何かを定義するのが非常に難しい。「レシオ」が高いから良い悪いではなくて、その会社が持っている人材マネジメントのモデルや人材の活用の仕方などによって当然そのレシオも変わる。一概に、ちょっと高いからダメとか、低いから良いとか、そうした類の話ではない。こうしたことから、各企業間でペイレシオを比較して良し悪しを測るということは、プラクティス上行われていない。ただ、経年で見えていったときに、同じ会社において、ペイレシオが例えば去年は幾つで、今年はこうなったということになると、その変化がどうなのかということについては、一定の理由が必要になるということである。また、一部の地域において、従業員の報酬の考え方についても経営者の報酬とあわせてしっかりと説明をして、その関係がどうなっているかを説明してくださいということが求められることもあるので、その文脈の中で、ペイレシオの変化がその会社にとってどういう意味があるのかということを探っていく手掛かりということである。  
2点目のTSRであるが、日本においても少しずつ用いられるようになってきているが、欧米においてはかなり普及している。長期インセンティブ、株式報酬で用いられることが一般的である。例えば、TSRについて一定の比較母集団を定義して、その母集団に対してアウトパフォームをしたのか、アンダーパフォームだったのかということを見て、与える株式の数を変えていく。では、そこで例えばマーケットが非常に悪い場合に、それよりもちょっと良かったからといってもらえるのかということのところだが、確かに与える株の数は当初の想定よりはたくさんもらえるかもしれないが、当然、株式報酬だから、株価そのものには連動しており、それら複数の結果が相まってどうなるかで報酬額が決まる。ご指摘の通りバランスの問題であるので、TSRだけ見ることに對して懸念を持つのであれば、財務指標とあわせて評価する方法もあるし、TSRについてもどこと比較するか、という点だけでもさまざまなバリエーションがあり、そのアプローチは無数にあると認識することができる。
- 【寺下委員】1点だけ。18ページのグラフはすごく良いと思う。私は、日本の企業のトップの報酬はグローバルな人材登用の観点からも遜色のない水

準に高められていくべきと考える、何を言いたいかという、おっしゃるように、何で比較するのかという問題はあるのだけれども、日本の場合の経営者報酬の絶対額は社員との比較において非常にバランスよくできている。この点を適切に開示していく方法はないか。絶対額しかないのか。ペイレシオ比較というのは今や成り立たないのかどうか。適切な開示方法を検討することを提案したい。

- 【森田様】ペイレシオで各国の報酬水準を比較したことはあるが、桁が違う数字が出てくるだけで、これをどう解釈したら良いかは非常に難しい。会社ごとの違いを日本企業間で比べたとしても、どのような意味合いであるかを見出すのは非常に難しいというのも同様である。これからの日本においてペイレシオをどう考えればよいか。経営者の報酬水準が国際的に見て低すぎるのではないかと、といった指摘がされることもある日本の社会において、その経営者報酬が上昇基調であるなかで、従業員の報酬水準をどう考えるべきかという論点がある。つまり、経営者の報酬だけ上昇して、従業員の報酬は上がらなくて良いのか。こちらについては今後も引き続き議論すべきと感じている。
- 【藤田委員】親子上場の件で、事務局資料 13 ページの親会社の取締役の議決権行使の責務については、解釈論としてどこまで書けるかよくわからない。また、親会社から独立した社外取締役を3分の1以上という提言を入れようということだが、3分の1という数字が現実的かどうかはちょっと置いておくとしても、私には、そもそもコンセプトとしてもよくわからないところがあるので、どういう趣旨なのか質問させていただければと思う。そもそも取締役はいずれにせよ全員親会社から選解任されるのだから、独立性はないというふうには切らずに、何らかの独立性を要求することで子会社の独立性は確保できるだろうという発想で考えるというのは良いとして、なぜ独立社外取締役にこだわるのかがよくわからない。言うまでもないが、社外取締役というのは、業務執行者からの独立という要素と、利害関係がないという要素がある。ここで、業務執行者からの独立というのがなぜ問題となるのか。ここでの業務執行者というのは子会社の業務執行者だから、例えば子会社の社長からの独立性ということになるが、それを重要な要素として考慮する必要があるのか。親会社から独立した取締役というのであれば直接趣旨がわかるが、社外取締役で、しかも、かつ親会社から独立となると、やたらハードルが高くなる。そこにこだわる理由がいま一つ不明確かなという気がする。

ここもロジックは全くないわけではなく、例えば、親会社から送り込まれた社長であれば、その人から独立の人でないと、親会社からも独立性はないと言えるかもしれない。しかし、例えば、現地を買収したとき、ずっと生え抜きでやってきた人が社長でいる場合、その人と一緒にやってきた業務執行取締役であっても、親会社との関係での独立性という点では別に何も困らない気もする。そうなると、親会社から独立した社外取締役というのにこだわる理由は自明ではないと思う。

あえて、業務執行者からの独立性を要求するとしたら、2つのロジックがあり得るのである。第一に、子会社の業務執行者自身が親会社の強い影響下にあるかもしれないので、その人からの独立性ということを常に要求するのだというロジックである。もう一つは、あまり論理的ではないのかもしれないが、社外取締役が首になることと、業務執行取締役が首になるのだったら、社外取締役のほうが相対的にダメージは少ないので、親会社に対して好きなことが言えるのは社外取締役だろうということから、社外取締役であることを要求するというロジックだ。

いずれかの論理を何か介在させないと、社外性そのものを要求していることというのは説明がつかないと思うが、今言ったような理屈を介在させてでも社外取締役であることを要求するのが本当に良いのかどうか、私は疑問に思っている。今申し上げている14ページの普通の社外性に加えて、こちら側まで強化して、しかも、それは3分の1以上だということになると、子会社の役員の構成として現実性を欠くという意見もわかるような気もするので、社外取締役としてさらに特別な要件を課して要求するのかというのは、再考したほうが良いような気がする。

もう一つは、さっき柳川先生がおっしゃったことだが、アジェンダをもう少し整理しないと、独立社外取締役がありとあらゆる業務執行について関与し、独立性を確保するようなことを言われるのだとすると、社外取締役の責務があまりにも多くなり過ぎる気もするので、本来要求される役割というのを特定する必要があるような気がする。ただ、その役割との関係で、なぜ社外性まで要求するかは検討する必要があるような気がする。

- 【坂本課長】 ご指摘を踏まえてしっかり整理していきたいと思う。確かに、先ほど柳川先生からもあったように、分解をすると、平時の通常の社外取締役に求められる執行側からの独立という役割と、利益相反という局面で求められる支配株主である親会社からの独立という役割は、本来、分けて考えられるものだと思う。なので、平時における通常の独立社外取締役とは別に、有事の利益相反の場面で活躍を期待される親会社から独立した取締役は、本



当は定義を別々にするというのもあり得ると思う。しかし、そうすると、それこそ2種類の独立取締役が存在することになり、やや複雑ではないか、大変になるのではないかとと言われるとそのとおりなので、同じ社外取締役で両方の役割を局面に応じて期待するとすれば、こういうことではないかという提案である。

なお、ご指摘のとおり、質的に親会社からの独立を求め、さらに割合や人数などを重ねてやるのが良いのかどうかという点についてはご議論次第かと思っている。

- 【神田座長】ご指摘を踏まえて、さらに整理したいとは思いますが、概念について少し補足させていただきたいと思う。会社法で使われている社外取締役概念と、さらに要件が加わった独立社外取締役概念とがあり、また、独立性といっても、ここでは親会社からの独立という話と、業務執行者からの独立という話の両方がある、これまでもこの研究会でもご指摘いただいているところだと思うが、概念のうえで混乱しないように、そして中身の実質をも含めて、整理させていただければと思う。

- 【後藤委員】今の子会社の取締役の話と、役員報酬のところについて、それぞれお話ししたい。

まず、上場子会社の独立社外取締役を3分の1、3人以上と、数を増やすことで何とか対応しようという考え方はあり得ると思うのだが、取締役会をできるだけスリムにしたいという要望もある中で、それが果たして現実的かという問題もあるというご指摘があり、これにはもっともなところがあるかと思う。また、独立社外取締役も結局支配株主である親会社に指名されて来るのだとすると、数だけ増やしても、あまり意味がないと思われる方もいらっしゃるかもしれない。海外でも、支配株主がいる場合の独立社外取締役にどれほどの意味があるのかという問題が懸念されているようで、最近のアメリカの論文を読んでいると、例えば、支配株主が独立社外取締役を選任する際、その人で良いのかどうかについて、Majority of Minorityで決定することにより、少数株主に拒否権のようなものを与えてはどうかという提案があったりする。その論文によると、イギリスの上場規則がそのような制度を入れたそうなので、学説だけが言っている話でもないようである。これを参考にすると、例えば、親会社が存在する上場企業については、独立社外取締役の選任の際に、親会社を除いた残りの株主でMajority of Minorityがとれていることを条件とすることや、親会社を除いた残りの株主がどの程度賛成していたのかの開示にとどめて、開示した結果「実は親会社以外の投資家

はほとんど反対していた」という場合には、そういう評価をされている独立社外取締役だと思って扱うということなどが考えられる。どちらが良いかは考える必要があるが、独立社外取締役の人数を増やすよりはこのような形のアプローチのほうがまだ意味があるような気がする。Majority of Minorityを選任の条件とするのではなく、親会社以外の株主の賛成率の開示であれば、計算は今すぐにでもできるはずなので、そんなに負担なく実施することができ、かつ、もしそれで投資家からも、その社外取締役がきちんとやっているということの評価されるのであれば、それによりその社外取締役の発言力が強まることも期待できるように思っている。他方で、Majority of Minorityという形の拒否権まで制度化するとすると、その仕組み方はなかなかややこしいかもしれないし、イギリスの上場規則によるとすれば、定款でそういう要件をつけるということになっているようだが、それが日本の会社法上できるのかよくわからない。

役員報酬に関しては、最初にまず、先週、日経新聞で金融庁が開示府令を改正するというような報道が出ていたかと思うのだが、詳細について可能な範囲でお教えいただきたい。

もう1点、森田様にお伺いしたいのだが、お話の中で、日本企業の経営者が、例えば、アメリカ担当の米国人の取締役と比べて報酬格差があるため、やる気をなくしてしまうおそれがあるというご指摘があったような気がする。わからなくもないのだが、ただ、相手はグローバルに転職ができて、その中で競争しているからこそ高い報酬がとれるのに対して、自分は結局日本の企業の中でやってきたということを考えればわかるはずであって、そのときにやる気をなくすのだろうか。そのときに、やる気をなくすかもしれないから、アメリカのその人と張り合えるだけ額を上げてあげましょうというのは、理屈として何となく腑に落ちないところがある。ただ、日本の取締役の報酬が低過ぎるというのもまた一つあり、それはおそらく低過ぎること自体ではなく、長期インセンティブが少ないことと相まって、業績の感応度が低いということが問題なのだろう。株主の利益から乖離しかねないので、アメリカのような形にしたほうが良いというのは、それはそれで理屈として割とわかりやすいのだが、やる気をなくさせるといふところを全面に出されると、世間の納得が得られにくいのではないかなという気がしている。

ただ、やる気をなくす可能性があるとする、それは今の経営陣というよりは、今の中堅世代もしくはもっと若い人が、この先、日本企業に就職してやっていくとそういう目に遭ってしまうと考え、そうであれば、今から外に出るなり、英語のスキルを磨くなりといった結果、日本企業がそういう若手の人材競争に負けるという可能性があるかもしれないと言われたら、それはそ

うかもしれない。そうすると、今回、役員報酬というくくりでやっているが、恐らく役員だけの報酬をくくり出すことでは不十分であり、先ほどペイレシオのお話もあったけれども、日本の人事システム全体というか、若手の従業員なども含めた報酬制度も含めて考えていかないといけないのではないかなという気がしている。これはただの感想にすぎないのだが、もしこの点について何かご意見があったら、伺えれば幸いだ。

- 【井上課長】後藤先生のご質問について、日経新聞の報道が正しいのかということについてのコメントは避けるが、事実としては、今回の事務局資料の51 ページでもご紹介されているが、6月に金融審議会のディスクロージャーWGの報告が出ていて、その内容に沿った内閣府令の改正案について、12月3日までパブリックコメントの受付に付しており、現在、そのいただいたご意見を踏まえて改正作業中である。
- 【森田様】基本的に、ご指摘は尤もだと思う。本日のプレゼンテーション資料の21 ページの図にあるが、一つ言えるのは、人材のマーケットが国によって当然違うので、人材の獲得競争があるとしても、それぞれのマーケットにおいてどの程度競争力を確保するかが問題になるということである。そうした前提のもとで、冒頭で説明したとおり、日本におけるCEOの報酬水準を海外における同等の職務の水準に揃える理屈は成り立ちにくい。21 ページは一つのイメージとして紹介したが、CEOの報酬については、どういった業績連動比率が相応しく、それに基づいてあるべきインセンティブの仕組みが考えだされ、結果としてこういう水準になる、という一連の理屈が必要である。CEOの役割の重さ等を勘案して報酬水準を決めるべきという原則のもとで検討がなされた結果、21 ページにあるようなところに落ちつくと思われ、意欲の減退も緩和される、という順番が理想だろう。それから、先ほど申し上げたとおり、従業員とのバランスも非常に大きな問題だと思っている。昨今、役員報酬についてさまざまな議論が行われていて、基本的には上方に報酬水準が調整される傾向があるが、若干置き去りにされているのが、部長のような中間管理職ではないか。全体的なコストの問題もあり、会社としては中間管理職の報酬水準を厳しく見ているところが実態としてあるのだろう。会社全体に適用される報酬ポリシーを導入した際に、そのポリシーに基づくと役員のみならず従業員についても何らかの調整が必要という整理になるのであれば、それは当然やるべきである。海外の人材が日本に来て働くということも日常茶飯で起きている昨今、ポリシーに基づき透明性のある形で判

断することが一層重要となっており、そうでない限り本当に強い会社を作ることは難しいのかなと考えている。

- 【藤原様（小林委員代理）】先ほどから親子上場の話が出ているので、実務的な話をしたい。

一つは、「親会社から独立した社外取締役」についてだが、これは子会社も上場しているわけだから、まず子会社自身の独立社外取締役であり、同時に親会社からの独立性もあるということだ。事務局資料 17 ページでは、最初の「親会社から独立した意思決定がなされるよう、その取締役会の構成については、『親会社からの独立性』を有する……」というように、親会社からの独立をくどいぐらいに強調しているので、ちょっとしつこいなという感じがする。

それから、「親会社から送り込まれた社長」とか、そういうニュアンスのご発言を耳にするが、例えば、M&Aで買ってきた会社、買われた会社の社長さんというのは、意外と買い手すなわち親会社のシンパだったりするケースが多い。だからこそ、買収の話をもとめてくれるわけだ。逆に、親会社から送り込んだ人というのは、何か主流から外された感を持っていて、意外と独立心が旺盛だったりする場合もある。だから、社外取締役の議論をしても、結局、誰が何からどう独立しているのか、よくわからないのが実情だ。社外取締役については、どうしても、「外の人」とはどういう人なのか、親からも子からも独立しているとはどういうことか、という議論になっていくわけだが、そこはもう制度化することも定義することも無理なので、客観性とか、実際にコンフリクトがあった局面での独立性の有無こそがポイントになるのだろうと思う。

それから、もう一つ申し上げると、事務局資料 17 ページに「親子間で合意する方針の例」が記載されているが、例えば当社は、「上場子会社社長の指名は上場子会社自身が行う」ことを約束事としている。もちろん、取締役の指名権というか、取締役候補を親会社から提示することはするが、上場子会社の社長の指名には、親会社は口を一切挟まないというスタンスでやっている。一方、完全子会社の社長の指名については親会社の指名委員会マターである。当社は指名委員会の規則でこれらを予め明示しているわけだが、親からの独立性を担保するための方策として、そういったやり方をガイドラインにサジェスションとして記載することは可能かもしれないと思う。

それから、森田さんのお話は非常に参考になったので、更にお伺いしたい。ロングターム・インセンティブとして確かに株式報酬という考え方がある一方で、これも当社の実態を申し上げると、海外現地子会社のトップにとって、

一つのインセンティブとなっているのは、実は「親会社本社でどこまで偉くなれるのか」という点だ。

私どもには、現地子会社から東京の本社に移籍してきて、今、専務を務めているアメリカ人がいるが、これが今のところ唯一に近いケースである。そういう意味で、海外子会社のトップが本社でどこまで昇進できるかという、マネタリーではない形のインセンティブはなかなか与えにくいのが現状だ。そうするとどういことが起きるかという、結局、自分が経営している現地子会社でどれだけ頑張るか、どれだけ稼ぐかという話になってくる。

実際の経験として、昔、アメリカの上場会社からその子会社を買ってきたときに、買われた会社の経営者は上場親会社のストックオプションを持っていた。それがなくなってしまうからどうしようかという話になったときに、「ファントムストック」と称する疑似株を設置して、この会社が仮に上場会社だったら今の株価がいくらになるかを計算する公式を作って、その中に東京の親会社の実際の株価も算入するようにした。しかし、先ほど申し上げたように、親会社で偉くなれない以上、あまり彼らの興味を惹けなかった。

したがって、グループ全体のパフォーマンスの指標である東京の株価も一応算入はするが、結局はその買われた会社自身の株価が仮に存在したらというポジションを非常に増やして、ほとんど自分の会社のパフォーマンスがどうだったというところでポイント化して、最後にお金にして渡すという実務になったのだが、ファントムストックのようなやり方はそもそも有効なのか、ご意見があればお聞かせいただきたいと思う。

- 【森田様】よく「ガラスの天井」と言われるが、海外の人材が本体でどこまで行けるのか。これは日本企業にとっての大きな課題であるし、やはりその本体で実際に偉くなれるというのが一番良いのだろうと思う。

今話されたような買収をしたようなケースにおいて、その対象会社の企業価値を測った上で、ファントムストックとして処遇するという事例は、多くはないがしばしば見られる。

このときに問題になるのが、それをどういう形で測るのかという点である。算定には色々な前提を置かなければならず、その前提の内容がしばしば争いになる。そうしたことから、ファントムストックの運用は非常に難しいと思っている。

あとは、日本の本社の株価に連動させるかという点であるが、キャッシュベースでやる限り、やや中途半端なところがあるのではないかと思っている。キャッシュで支給する仕組みだと「長期ボーナス」といったものになるので、その長期ボーナスにおいて、海外の人材にとっては実感がなかなか湧きにく

い日本の本社の企業価値にあえて連動させるとなると、それだったら、自分の会社の業績指標に連動させてもらいたいという話になることが実際多いように感じる。

その意味において、株式で直接付与するのが少し違った意味合いをもたらすのは、本体の経営幹部として定義された人たちに付与するので、そこで対象者に対しての「認知」がなされることになる。偉くなれるかどうかはわからないとしても、会社全体、グローバル全体の企業価値の向上に向けて、一人のメンバーとして会社が期待をしているということをメッセージとして出すことができる。そのメッセージに対して海外の人材に価値を見出してもらうことは一定程度できるのではないか。また、実際に株式を付与した会社の方の話を聞くと、日本の本社は、日本の東証の株なんて海外の人材にとっては要らないのではないかと、といった心配をされる。しかしながら、海外の人材にも会社に対する「愛社精神」のようなものがあったりして、生株をもらうことに結構ポジティブな反応があったりするということである。これは私にとっての一つの発見であった。それぞれの会社でどうなるかはやってみないとわからないが、日本企業全般において海外人材への株式付与には一定の意義があるのではないかと考えている。

- 【宮島委員】 1つ目は、最初のほうに出てきた図表に関してだ。独立社外取締役の人数が上場子会社のほうは少ないから増やそうという趣旨をサポートするのが狙いかと思うが、佐久間委員からも意見が出ていたように、推計の仕方としては、規模をそろえて上場子会社とマッチングサンプルを作ったほうが良い。僕の印象だと、そうすると独立の上場企業と上場子会社の間に有意な差が出ないような気がする。今のやり方だと、出さんがための資料ではないかという誤解を招き、本意ではないと思うので、少し丁寧にやられたほうが良いのではないかと思う。

それから、15 ページのところでは、取締役会で3分の1とか3人をハードルとして考えてみたらどうかということだが、ちょっとハードルが高過ぎるので、少しお考えになったほうが良いかなという印象がある。

というのは、上場子会社という仕組みは、企業の組織選択として非常に重要な仕組みなので、ネガティブな側面ばかり強調されると良くないと思うというのが前提。その上で、上場子会社の近年の動向は、上場子会社の状態であった企業が完全子会社化や売却される場合と、新規に上場子会社のスキームを使うという場合があって、後者のほうが少し少ないので、上場子会社の総数が減っているという状況だ。この現状を踏まえると、例えばスピンオフして資金調達を行う際、上場子会社という仕組みは依然として重要なスキーム

であり、このスキームを残しておきたいという面を考えると、ガイドラインにおいて独立取締役が3人といった高いハードルが課されると、なかなか使えなくなると思う。

逆に、5年以上、上場子会社の状態を継続していて、潜在的に利益相反の問題が深刻になっているような企業に対しては、これが生きてくると思う。そういう意味で、ライフサイクルに合わせたような見方をこちら側で背後に持っていて、それでこの人数規定の部分をうまく使えるようにしたほうが良いように思う。一般的にこのガイドラインを当てはめるといえることになると、有効に使えるようなケースを抑制してしまう可能性があるのではないかという危惧がある。

それから、報酬に関して、1つ質問だ。今回、高過ぎということがあるのだが、もう一つの問題として、報酬が適正かどうかを考える場合には、好業績が、本人の努力なのか、もしくは外部環境によるのかを識別する必要がある。マクロ的に非常に追い風があるとか、属している産業に追い風が吹いていたために業績が上がってしまう。逆に、非常に努力していても、マクロ的に悪いとか、業界が悪いというところでは、絶対的には低いという問題がある。こうした要因の識別は、報酬問題の最前線ではどのように処理されていて、報酬スキームにどのように生かしているか、簡単にお教えいただきたいと思う。

それから、全体としては、資料の21ページでも、報酬水準格差あるいは業績連動度の格差があるのだが、今は、海外の企業と日本の企業のダブルスタンダードになっている。では、この状態を今後どうするかというのは、収れんさせて世界的な水準に近づけるとするのが当然一つあるのだけれども、もう一つは、ダブルスタンダードをファインチューニングするという考え方もあるのだろうか、これはある程度までやむを得ないと。

特に日本の場合は、経営者自身が内部労働市場を通じて選任されている事情から、従業員と結びついているのは容易には変えられない構造的な問題なので、そういう意味では、ダブルスタンダードは理由がないことではない。だから、むしろそのダブルスタンダードの状況をファインチューニングするというのも一つの考え方のような気がするのだが、その辺のところのご印象もお聞かせいただければと思う。

- 【森田様】まず、報酬の水準の適正性については、当然ながら、経営者の方々が実際にどれだけの努力をして、その結果、業績にどのように結びついたのかを適切に評価しなければいけない。株主に対する責任を果たすという上でも、その客観的な財務指標や株式価値といったものに連動するのは最低限必

要としても、その努力をいかに見ていくかというのは考えなければいけないことだと思う。

その意味において、先ほどお話ししたようなTSRというものについて相対的な比較をするといった手法も一つの手段であるし、年次インセンティブにおいて定性的な評価を実施するということも考えられる。例えば、企業トップがこの期において長期的な企業価値の向上に向けてどのような取組みを行い、どのような成果を成し遂げたのかという議論を報酬委員会で行い評価をする、といったことが考えられる。

こうしたアプローチは海外ではかなり進んでいるが、日本では、そうした議論が今始まったというのが実態であろう。

もう1点のダブルスタンダードの状態がどうかという点については指摘のとおりであり、とりわけ、グローバル化あるいは一体的な経営というものを強く志向する会社において特に、今日話したような論点が先鋭化する。一方、これまで通りある程度拠点別の効率的な経営を志向するというモデルを経営陣がとるのであれば、そうしたダブルスタンダードは、そのモデルに合致したものとして当然受け容れるべきものになる。

- 【佐久間委員】まず、利益相反取引が親子間で生じ得るということで、独立社外取締役を一定数、3分の1、3人と、こういうことが書かれているが、実際、親子間で利益相反が生じる事柄が取締役に上がるということはほとんどないと思う。親会社と上場子会社との間で財・サービスのやりとりをする場合、相当に大きいものでも、その価格は取締役会の議題には上がらずに、執行で大体決まっているというのが実態だ。インプットについても、こちらの子会社に注文を入れるか、親会社に注文を入れるかなんていうことは日常のオペレーションの話であり、取締役会の議題には上がってこない。そうすると、取締役会に議題として上がる案件のうち、利益相反が生じる案件というのは、親子間で事業譲渡が行われる局面ぐらいしかなく、他に何かあるかはちょっと思い浮かばない。そういう意味では、そもそも取締役会に原則議題として上がってこないのに、利益相反取引を監視するには、独立社外取締役を増やしても意味がない。一般的に独立社外取締役を増やすよりは、ある局面についてどうしたら良いのかということをもう少し検討したほうが良いのではないか。報酬の話は、皆さんおっしゃったように、これは日本の労働実態、一言でいえば連続性の上に役員が成り立っている、そして、流動性がない、仕事はどちらかというチームでやって、評価もそれでされるということが多いということからすると、かなり全体をみないと、報酬の良し悪しでは決められない



い。逆に、上げれば、全部の労務費を上げていくという話になってしまうので、そこは全体で考えるべきかと思う。

- 【大場委員】これまでに触れられていないことで申し上げたい点が1点ある。それは、本日のこれまでの議論のような制度設計的なアプローチだけではなく、市場規律をもう少し働かせるように、活用する工夫をするという観点が必要ではないかということだ。

理由は幾つかあるが、内部でガバナンスをしようという議論が中心でこれは行われていると思うのだが、先ほど藤原さんからもご指摘があったように、独立社外取締役の定義でも一体誰が独立しているのだという大変難しい議論もあるし、もう一つ、客観的な事実でこの10年間のデータを見ると、上場会社の子会社は上場、非上場にかかわらず、着実に増えており、ある会社は子会社が1,000社を超えているほどだ。これを人間がどうやってコントロールするのだろうか。現場からも、あまりにも会社の数が多過ぎて、これを管理するというのは並大抵のことではないという声がある。相当、限界が来ているのではないか。したがって、もう少し合理的に考えるには、色々課題はあると思うのだが、市場規律をいかに活用するかということではないかと思う。

その点で言うと、例えば、ある上場子会社では、親会社が株式の半分を、日銀が10数%を、GPIFが10%を保有しているが、では、流通している株はどのくらいあるのだろうか。このようなことが、色々な会社で起きていると思う。そうすると、市場規律がすごく働きにくく、ファンダメンタルと乖離したところで値段がつけられる可能性が高まっている。市場規律を機能させるためには、そこをどのように工夫するかというのは大変難しい問題だと思うのだが、現状の改善が必要ではないかと思う。

- 【江良委員】事務局資料の13ページだが、日本の会社法において、支配株主が上場子会社の少数株主に対して配慮義務を有するという規定がない、判例上もないというのは、そもそもこのようなこと自体があまり問題にならなかったからというところもあるのではないか。仮に、この認識が正しければ、そのような背景はきちんと記載すべきではないかと思う。

一方で、構造的には起こりうる可能性はあるが、そういう事例があまりないという点は解釈が難しく、ほかの委員の方々からもご発言があったような、親子関係の実態というところが、確証はないが、規律として働いているのかもしれない。そのような背景から、日本において親子上場に関する潜在的リスクが、大きく頻繁に顕在化していないということであれば、それは前提条

件として、実態も踏まえて書き込むべきではないか。なぜなら、海外では、実際に親会社が明確に子会社を搾取するケースは少なくなく、法的保護が不可欠という点が前提に強くあるため、日本との前提条件や背景の違いは大きい。これらの前提条件を理解せずに日本や海外の状況を理解することは難しい。したがって、利益相反が顕在化するリスクとリスクへの対応、保護のバランスが重要で、セットで状況を整理することが重要ではないか。

また、子会社における独立社外取締役が3分の1、3人を基本的に求めるという点は、皆様と意見が一致していて、実効性も踏まえると現実的にはかなり難しいのではないか。

それから、Majority of Minority という発想は、理論上はあり得ると思う。ただし、少数株主も様々で、状況にもよるが、例えば十分にリサーチできる能力を有していたとしても当該企業に対する保有率が極めて低い場合、リサーチコストを十分にかけて適正に判断するインセンティブがどこまであるか、またそもそもどこまでリサーチコストをかけられるかに判断が大きく依存してしまう点は、十分に考慮しなければならないのではないかと思う。

最後に、これは森田さんに質問なのだが、20 ページの役員報酬の国際比較について、お伺いしたい。日本において高額報酬の批判は顕在化していないということなのだが、個人的な認識としては、高額報酬への批判的な価値観は存在するものの、事前に、企業側、役員等も従業員との一体感や外部、社会からどのように見えるかということに気にかけているので、結果として高額報酬にならない。そのため、現実としては、高額報酬が多くは無いので、高額報酬への批判が起こりにくいという構造なのではないかと思う。

また、人材の流動性や雇用のあり方の違いを考えると、日本企業において、例えば、突然、CEOが解任されるなどのいわゆる役員にとっての解任リスクは、欧米と比べた場合に一般的には低いのではないかなと思う。このあたりの環境の違いも踏まえると、日本の報酬水準についての評価というのはどのようにお考えになっていらっしゃるか、お伺いできればと思う。

- 【森田様】高額報酬への批判が顕在化していない背景については、私どもが企業の皆様とそうした問題について話していると、江良委員が指摘されたような認識が企業側に実際にあると感じる。すなわち、一般的な報酬水準から突出した水準となることを避けたいという思惑を企業側が持つ傾向があるのは、ご指摘のとおりだと思う。

それから、解任リスクの論点もご指摘のとおりであり、相対的、主観的なものかもしれないが、やはり日本企業においては経営陣が解任されるリスクが低いと考えられることは、報酬水準を考えるうえでも考慮しなければならない

い。

また、先ほどから指摘されている各市場における人材の流動性の違いの問題もあるので、日本企業の報酬水準は欧米に追いつくべきだとか、一概にそうした議論にはなりにくいというのが、私の個人的な認識である。

- 【三笥委員】まず、報酬水準については、これまで、後藤先生、宮島先生にご指摘いただいているところと問題意識を共有しているので割愛する。それから、上場子会社のガバナンスの在り方についても、前回までの議論で、宮島先生から、日本では支配株主による少数株主の収奪という事実は観察されていないという実証研究だというお話があったかと思うが、それを踏まえると、なぜこんなに厳しくしなければいけないのかというところについては、ちょっと疑問を感じる。

独立社外取締役を増やすことについては、コストもかかるし、もともと適切な人材をどうやって確保するかという話があり、そういう中で、ことさらこの点について規制を強くすることの優先度はそんなに高くないのではないかと思っている。普通の独立社外取締役を選ぶときに、親会社の影響を受けない人も選ぶようにしてくださいというような、もう少し緩やかな規制の入れ方もあるのではないかなと思う。

- 【武井委員】まず、親子上場の点について。事務局資料 14 ページの独立性基準についての赤字でのストレッチ部分は、これはやるべきではないと思う。論理的にこのようなストレッチの選択肢があることはわかるが、これはやり過ぎだと思う。

ストレッチしている箇所は、①過去 10 年以内に親会社にいた人、②過去 10 年以内に兄弟会社にいた人、③親会社と取引関係がある者という 3 つ示されているが、まず親会社なり兄弟会社を辞めて 10 年たっていないからといって、子において親の利益で動くわけでも必ずしもないだろう。そもそも 10 年間というクーリングオフ期間になっていて、これはさきほど藤田先生からもご指摘があったが、社外でないで独立ではないという前提が良いのかも問われる。社外取締役概念から来ている 10 年という制約だが、本件でもそうした会社法上の社外性要件にそもそも縛られないといけないのかという点と、あとそもそも 10 年もの長いクーリングオフ期間は欧米にはないことも考える必要がある。過去 10 年まで遡って親会社にも兄弟会社にもいなかった人でないと独立性がないという考え方は、さすがに厳しすぎると思う。また③の取引関係についても、厳しすぎる。①②③の 3 つとも一種のデリバティブ的というか、親からさらに派生的なところまで独立性で拾っている

わけだが、取引関係についてもやり過ぎだと思う。親会社と取引があるからといって子において親の言うとおりに動くという話でもない。また近親者まで入れている点も特に問題で、「近親者」というのは二親等とかなので、とても広い。子会社から見て親会社の取引先や近親者も調べるのは、現実とても難しい。論理的にはわかるのだが、③もやるべきではない。親に関しては基本的に今の東証さんの基準のとおりで良く、14 ページ記載のストレッチには反対である。

第二に、今回、柳川先生もおっしゃっているとおり、この手の独立性の話が求められるのは、数ある子会社の執行事項なり意思決定意事項の中で、親子間取引であって何らか親からの収奪性が懸念されるときだけの話である。こうした収奪なり食い物のような事態が日本の親子上場でそもそもどの程度あるのか疑問であるという議論も先ほど江良さんなどから出されているところであり、それなのに他方で、独立性を否定するということの効果は、100 ある対象事項の中でたとえば1 とか2 ぐらいしか収奪性に関係がある事案がなくても、それでもおよそ100 全ての事項に対して関与してはならないという効果を生む、とても厳しい消極要件なのである。こうした効果を持っている独立性をさらに厳しくしてしまうと、これでは本当に子会社側で有益な社外役員が見つかりにくくなるだけなので、行うべきではないと思う。こうした独立性基準の過剰性という観点からも、14 ページのストレッチには一般的に反対である。

第三に、今の社外役員が何をチェックするのかという点に関連するが、3分の1以上とか3人以上ということにも反対である。資料に上場子会社の役員が平均人数8人とあるが、そこに3分の1では3人になってしまう。それプラス、親会社から来ている役員がいる。そうすると子会社プロパーの取締役が下手したら3人しかいなくなってしまう。そんな子会社プロパーが役員になりづらい上場子会社ばかりで果たして良いのか。約300社ある上場子会社の中には、親と子で全然違う事業をやっている上場子会社もあり、内容は多種多様である。そういうときに、親から独立だけで3分の1というのはさすがにやり過ぎになるのではないかと思う。

もしどうしてもというのであれば、親子間の個別経済取引について、親会社から独立した社外役員の同意を得るとか、任意の委員会において協議するか、そういう立てつけはあり得るかもしれない。すでに東証さんのほうで、一部の親子間取引について仕組みなり開示の立てつけがあるが、3分の1とかいった人数などでやるより、チェックする取引の射程を絞る形で行ったほうが良いように思う。

第四に、今の点とも絡むが、「社外取締役」とだけ書いてあるが、こういっ

た関連会社間取引とか利益相反取引というのは本来監査役の仕事である。従って、「社外取締役だけ」というのは言い過ぎであり、社外監査役も含めた独立社外役員と書くべきだろう。社外監査役も含めて書くべきだと思う。次に報酬の点について。第一に、色々なKPIの指標があるが、絶対評価の指数とか相対評価とか、それぞれのKPIにはそれぞれの機能・役割がある。そこで、開示に当たって一番重要な点は、その各数値の特色や指標の多様性を会社がどの程度理解しているのか、その多様性をどのように選べば経営戦略に適うのか、そういった議論がどのくらい社内でなされたのかといった点であろう。どんな指標にしたかという結果だけでなく、各指標の特徴を踏まえて考えることが重要で、そういった議論が実質化することを促す開示が重要なのだと思う。

第二に、今の関連で、最近ESGとかの話もあるが、非財務情報によるKPIが重要だと思う。例えば、工場で事故が起きないことをKPIにするとか、従業員満足度とか、そういうことをKPIにしている企業もある。そういった非財務情動的なKPIについて、選択肢を示して、その特徴を書き、その中で、この企業にはこういう選択肢があるので、その中で議論をして考えてくださいという、一種のガイダンス的なことを書くことが有益だと思う。今の非財務情報の絡みで、例えば法務、総務、財務などの間接部門の仕事はなかなか業績が売上とかの財務情報には表れにくい。でもそういった方を含めて企業価値が高められているので、財務数値に表れにくい仕事をしている人まで含めてインセンティブ付けをする。そういう方向性の視点も重要だと思う。

守りの観点でも、特に海外子会社などの場合、表に出てくる数字だけで見てしまうと、粉飾決算など、数字をごまかす事例も生じている。数字だけではなく、規律づけという観点からも非財務情報を含めた多様なKPIが重要である。そういった色々な指標の選択に当たっての視点、そういったものを広く示して整理し、企業の参考に資するのが良いと思う。

第三に、LTIが少ないというのは、現在でもまだそうだと思うので、LTIは重要というメッセージは依然出すべきだと思う。

最後に第四に、子会社役員に親会社株式を報酬として渡すという点について、「上場子会社の場合にはおよそ渡すべきではない」といった価値判断や結論まで示すべきではないと思う。上場子会社をめぐる論点は全般的に求心力と遠心力のバランス論の話だが、上場子会社の役員が親会社の株を持つことは、親会社的に見る目はあるかもしれないが、だからといって即ダメということではなく、それは報酬の構成・ミックスの多様性の中のバランス論の話である。「上場子会社の役員に親会社株式は渡すべきではない」といった

結論は出すべきではないと思う。

- 【澤口委員】上場子会社の独立性を確保する手段として、MOMの話が出てきたが、私も少し慎重に考えたほうが良いと思う。江良さんのご指摘の観点に加えて、上場子会社の場合、親会社以外の株主は合計 40 数%の場合が多いが、最近ではヘッジファンドが 10%弱保有するようなことは珍しくない。ヘッジファンドが2つ来ると、もう 20%を占めてしまうこととなるので、そうなる状況が変わってくる。なので、そのような状況下でのMOMは、少数株主の利益に合致しているのか、それとも、特定の株主の利益を優先してしまうのではないかと、疑問を感じるようなこともあるので、慎重にご検討いただければと思う。
- 【青委員】上場子会社においては、上場子会社自身の企業価値を最大化していくことが重要。最大化を図っていく上では、経営方針の策定や業務運営が、上場子会社とその株主にとって最適になるように、上場子会社が主体性をもって検討し、取り組んでいくことが基本。加えて、親会社と一般株主の間で利益相反が生ずるおそれのある局面では、適切な利益相反回避措置を講じることが必要。それらが適切に行われるよう、上場子会社におけるガバナンス体制については、慎重に検討していくことが必要であろう。  
また、親会社の立場から考えても、上場子会社のガバナンス体制がしっかりしていた方が、親と子の間で十分に交渉することがやりやすいはずであり、子会社の一般株主からも、親子会社間での交渉結果に信頼感を持ってもらえることにつながると考えられるので、外部から見て上場子会社の主体性・独立性を確保することは親会社にとっても大きな価値があると考えられるのではないかと。  
なお、先ほどから、事務局資料 15 ページに記載されている上場子会社における取締役会の構成について様々な意見が出ているが、上場子会社における意思決定の主体性を確保するという点に重点を置いて議論をしていくことが良いのではないかと。  
また、事務局資料 17 ページにおいて、「取締役会の構成に関する方針について、あらかじめ親子間で合意」しておくことも重要と書かれているが、上場子会社の意思決定の主体性を確保するという観点からは、「協議」や「意思疎通」という形に留めておいた方が適切なのではないかと。これは、その時々々の状況を踏まえて、都度、上場子会社から必要な主張をし、協議・交渉をしっかりできることを確保できるようにする形でまとめることが適切ではないかと。

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