

# CGS研究会 第2回事務局資料

産業組織課

2021年12月27日

# **1. 第1回研究会での主な御意見**

# 第1回研究会での主な御意見（1/4）

## 本研究会の射程・進め方

- 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（大杉委員）
- 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（柳川委員）
- 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だが、ガバナンスで成長を後押しすることは難しい。射程を明確に意識して議論していきたい（宮島委員）
- ガバナンス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よくないが、ガバナンスの問題分析や提言には一定の意義があり、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（藤田委員）
- 当初のCGS研究会では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強調されていた。そうした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（藤田委員）
- それぞれの課題により解決のためのメカニズムが異なるため、これらの問題に対する対策は一見矛盾したような提言に繋がりがかねない。整理をした上で提言しないと、更なる目詰まりの原因になりかねない点に注意が必要（藤田委員）
- 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（石田委員）
- 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指摘については、具体的なケースを想定できないと、一般論として言うことは難しい。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など、具体的な状況をイメージできる議論が必要（大内委員）
- 過度なアニマルスピリットを発揮すると日本から企業がいなくなってしまうのではないかという懸念がある（大内委員）
- 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（澤口委員）

# 第1回研究会での主な御意見（2/4）

## ガバナンスに関する理解促進

- 「執行と監督の区別」の意味が誤解されている。ブレーキを踏む意識が働き、取締役会における発言がなされているのではないか（伊藤委員）
- 「監督」の趣旨が誤解されていることがあり、誤解を解く必要がある。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（藤田委員）
- 企業の人たちが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（石田委員）

## 執行側の機能強化の方向性

- 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捉えきれないが、①経営者のバージョンアップ（スキルの向上や、DXや事業ポートフォリオ管理など社内の仕組みの実装）、②経営者から社外取締役や現場への権限移譲による経営者でなければできないことへの集中、という二つがあるという理解でよいか、要議論（大杉委員）
- 時価総額上位を見ると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経営している会社が多い。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ことを示しているのではないか。CEOに権限を与えている分、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、その観点から、取締役会の監視・監督は何をやるのかを再整理したほうがよい（三笠委員）

## 経営戦略

- 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が未だに少ないことが問題（伊藤委員）
- 規模の拡大だけでなく、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。それが、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（古田委員）
- 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（武井委員）

# 第1回研究会での主な御意見（3/4）

## 取締役会の在り方

- 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ので、**経営責任と法的責任は明確に区別して議論すべき**（三笥委員）
- 取締役会に**相当比率の社外者がいる会議体であることを踏まえ、その事項をこの会議体で議論する意義は何か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（武井委員）
- 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**（武井委員）
- 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（阿部委員）
- **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（伊藤委員）
- 「形式から実質へ」の変化のために**取締役のクオリティの向上は必須**（阿部委員）
- **Board3.0は議論する余地があるが**、どういうタイプの企業に適するのかなど、考える必要がある（伊藤委員、宮島委員）

## 株主との関係

- 資本市場における透明性は問題。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**（武井委員）

# 第1回研究会での主な御意見（4/4）

## 報酬関係

- 日本は社外取締役の報酬が低すぎる（武井委員）
- 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、会社類型ごとの考え方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と（塚本委員）

## 指名関係

- 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。「解任」とともに「不再任」という表現も使ったほうがよい（塚本委員）

# 本研究会における主な論点（案）（1/2）

- 前回の議論を踏まえ、本研究会で議論すべき論点を再整理。

## 【執行側の機能強化】

本日取り上げるテーマ

### (1)CEO集権型とこれを支える独立性の高い監督の仕組み

- CEOへの集権により意思決定におけるスピードとリスクテイクを実現しやすくするというアプローチを打ち出せないか。
  - ✓ CEOへの集権を目指す際の取組内容の検討（CEOの人材像、リーダー主導の意思決定、CEOチームの組成等）
  - ✓ CEOの暴走を防ぐための監督強化にかかる方策
- 執行側の機能強化とこれを支える独立性の高い監督の仕組みという観点から、取締役会や指名・報酬委員会の役割・機能や、適した機関設計について整理できないか。

### (2)経営戦略策定の考え方

- サステナビリティや経営戦略を議論する委員会につき、役割・機能を大別した上で、①取締役会との関係および役割、②メンバー構成の在り方、③外部有識者・ステークホルダーの知見要否といった点を中心に整理できないか。
- 中期経営計画に代表される経営戦略の策定プロセスの好事例を提示できないか。
- 経営戦略や経営計画の策定にあたり、資本効率性を意識すべき点を、改めて強調してはどうか。

### (3)中長期インセンティブ報酬の活用

- インセンティブ報酬を含む報酬構成の比率につき、一例として目指すべき割合を記載できないか。
- 株式報酬の導入が必ずしも進んでいない社外取締役や幹部候補・管理職について、株式報酬導入の意義や適切な設計について整理した上で、望ましい取組であることを示せないか。



# 本研究会における主な論点（案）（2/2）

本日取り上げるテーマ

## 【監督側の機能強化】

### (1)取締役会の役割・機能

- 執行側の機能強化とこれを支える独立性の高い監督の仕組みという観点から、取締役会や指名・報酬委員会の役割・機能や、適した機関設計について整理できないか（再掲）。
- 併せて、「監督」の意義、社外者のいる取締役会で議題とすべき内容と目的意識、Board3.0の捉え方等についても、企業の多様性を踏まえた上で整理できないか。

### (2)ボードサクセッション、スキルマトリックス、取締役会の実効性評価などの方策の具体化

- 各方策への取組の好事例や進める際の一般的なプロセスや留意点などについて整理し、紹介できないか。
- CEOの解任・不再任基準の明確化/定量化について、何らかの考え方を示せないか。

### (3)投資家からの取締役の受入れ

- 投資家から取締役を選任することの得失を示した上で、投資家から取締役を選任することとした際の利益相反、情報管理、他の投資家との間での公平性などの点につき、留意点を整理できないか。

### (4)社外取締役の質と量の向上

- 欧米の取り組み等を踏まえつつ、日本において実施できる取り組み等を整理できないか。

## 【その他】

### (1)取引先との公正・適正な取引

- サステナビリティの一要素である「取引先との公正・適正な取引」について、パートナーシップ構築宣言の有無や取組状況についての監督など、取締役会における望ましい取組について整理できないか。

### (2)複数議決権株式の活用

- 複数議決権株式の活用について、海外の様々な事例や日本でのニーズ等を確認し、将来的な活用に向けた論点整理ができないか。



# CGS研究会の検討の方向性について

## 課題

取り組むべき理由や意義について関係者が理解・納得できていない

どのように対処すべきか方法論が分からない

## 検討の内容

### ・ガバナンスを強化することの意義の再確認

- ①プロテクションのもとでリスクを取った経営判断をし易くする仕組みを構築する（攻めのガバナンス）
- ②日本企業が投資家から正当な評価を受けるために必要となる条件を整える  
⇒監督と執行を両輪として機能させることで、企業の稼ぐ力を高めるとともに、投資家をはじめとしたステークホルダーへの説明責任を果たすことが重要

### ・「コンプライ・オア・エクスプレイン」の原則の再確認

⇒ガバナンスの姿・水準は多様。企業がその特性に応じてガバナンスの在り方を考える必要があるため、コンプライありきの発想からの脱却を目指す

### 執行側の機能強化

- ✓ CEO集権型とこれを支える独立性の高い監督の仕組み
- ✓ 経営戦略策定の考え方
- ✓ 中長期インセンティブ報酬の活用

### 監督側の機能強化

- ✓ 取締役会の役割・機能にかかる再整理
- ✓ ボードサクセッション、スキルマトリックス、取締役会の実効性評価などの方策の具体化
- ✓ 投資家からの取締役の受入れ
- ✓ 社外取締役の質の向上

### その他

- ✓ 取引先との公正・適正な取引
- ✓ 複数議決権株式の活用

## **2. 執行側の機能強化と取締役会の役割・機能**

# トップダウンの経営改革に関するCGSガイドラインの記載

- 執行側の機能強化の中核となるのは、トップの経営力。
- CGSガイドラインでは、特にグローバル企業については、トップダウンで行う経営改革を遂行する上でのトップの経営力の重要性を強調している。ただし、経営トップのあるべき姿については、具体的には各社の経営環境によって異なると整理している。

## 【CGSガイドライン本体（抜粋）】

### 4.1.1. 社長・CEO の指名と後継者計画

- 日本経済全体として右肩上がりの成長が期待できたかつてと異なり、グローバル化やデジタル化等に伴い「革命的」とも言われる経営環境の非連続で破壊的な変化が進む今の時代においては、経営課題も複雑化し、既存路線の単なる継続や延長線上の対応では足りず、慣性の力に抗して大胆な経営改革を行うことも求められる。  
こうした経営改革は、トップダウンで行うほかになく、「トップの経営力」が成否の鍵を握ることになる。
- こうした傾向は、特にグローバル展開の進む企業において顕著であり、経営トップの役割は一層重要性を増し、同時に、そのような役割を担うことができる優れた後継者を確保することの重要性も増している。

## 【CGSガイドライン別紙4：社長・CEO の後継者計画の策定・運用の視点】

### 3.2. ステップ 2：「あるべき社長・CEO 像」と評価基準の策定

- このように、「あるべき社長・CEO像」や評価基準は、各社が置かれた経営環境に応じて検討されるべきものであり、普遍的なものは存在しないし、同じ企業であっても状況によって変わり得るものである<sup>注81</sup>。

注81 決断力と実行力、変革力、構想力、高潔性（インテグリティ）、胆力といった資質項目については、ある程度共通性・普遍性を持ち得るものであるが、どの要素を重視するか、どのような分野の経験・知見を重視するかといった、より具体的なレベルでは、各企業が置かれた経営環境により異なると考えられる。例えば、経営環境が安定している状況においては調整型のトップ、経営環境が激変し、ビジネスモデルの転換を迫られているような状況では、強いリーダーシップを持つ改革志向型のトップが適するなどである。なお、例えば、改革志向型のトップが求められる経営環境であるにもかかわらず、企業が説明責任を形式的に果たそうとして却って改革を行えない「無難」な人材をトップに選んでしまうことになることは避けるべきであり、説明責任は自社の持続的成長に適よう、実質的に果たすべきである。

# 執行側の機能強化を図る際に考えられる方向性

- 執行側の機能強化を図る方法は様々なものがあり得るが、企業価値の向上に向け、CEOへの集権により意思決定におけるスピードとリスクテイクを実現しやすくするというアプローチを取る決断をした場合には、以下のような方法を組み合わせることが考えられるのではないかと。

## 【想定される執行側の機能強化のアプローチ】

- CEOがトップダウンの経営力を働かせやすいよう、以下の方法を組み合わせる。
  - リスクテイクができ、しがらみに捕らわれない判断ができるCEOの選任
  - 合議や相互牽制に基づく意思決定から**リーダー主導の意思決定**へ
  - 多様な情報が集約されることで優れた意思決定を可能とする**闊達な組織文化**（独裁ではない）
  - 日々の業務執行の事業部門等への**権限移譲**により、CEOは**経営者にしかできないこと※に集中**（※企業の存在意義・事業の将来ビジョンについての仮説の提示、これを実現するための仕組みの構築等）
  - **トップダウンが働きやすい経営戦略の策定・遂行の仕組みづくり**（例：経営戦略策定プロセス、執行側の委員会・タスクフォースの活用）
  - 経営陣・中核人材への**インセンティブ強化**
  - CEOによる**人事権の掌握**と、**CEOチームの組成**
  - **CEO退任者からの影響力の排除**
- この場合、CEOが取締役会から信頼されていることと、暴走を防ぐための独立性の高い監督の仕組みが必要。

## 【留意点】

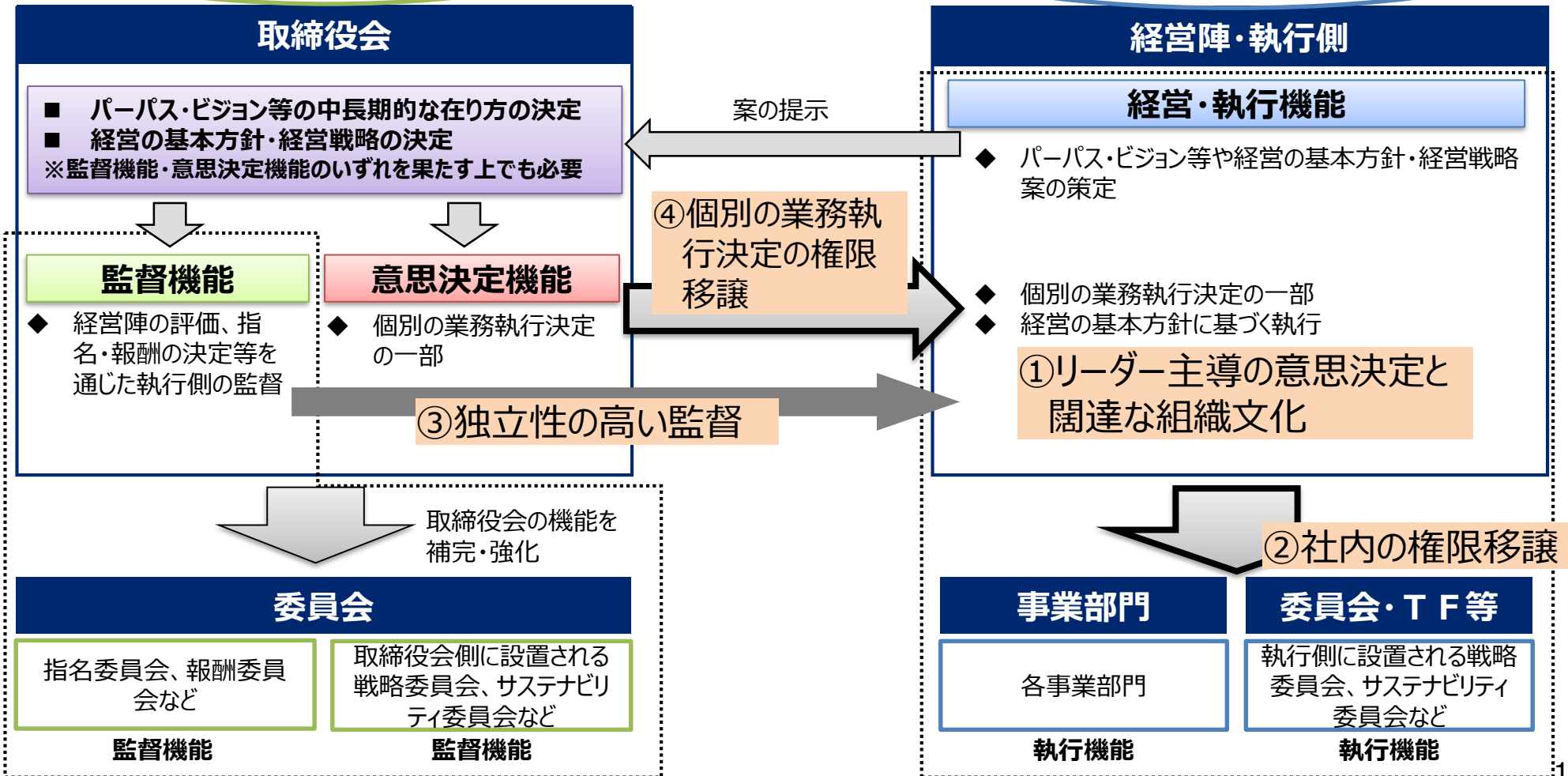
- リスクテイクができ、しがらみに捕らわれない判断ができるCEOが選任される指名の仕組みがあることが前提。
- 監督機能を果たすことのできる独立性の高い社外取締役が不可欠。
- リスクテイクを避けて安定的に事業を行うことが優先される場合など、事業特性によって適さない場合もあるか。

# 執行側の機能強化とこれを支える独立性の高い監督の仕組み

- 執行側の機能強化とこれを支える監督機能の強化を、車の両輪として推進する仕組みを作ることで、大胆なリスクテイクを後押ししていくことが必要。

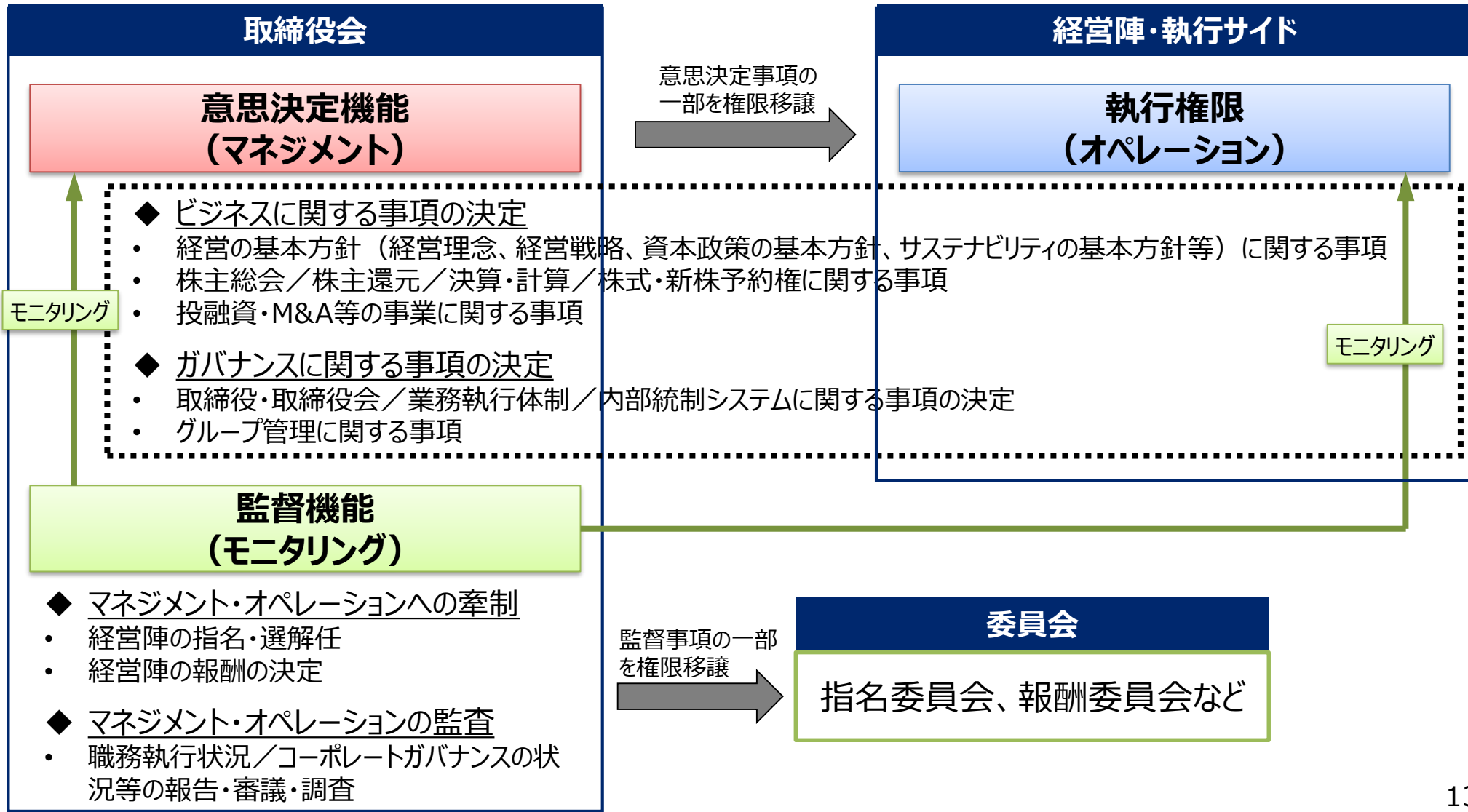
独立社外者の増員、委員会の活用等により、**監督機能が強化された取締役会**

事業部門・委員会への権限移譲、適切なCEOの選任・CEOチーム組成、インセンティブ強化等により、**執行機能が強化された経営陣**



# 取締役会の役割・機能に関する整理

● 取締役会の役割や、執行側との関係は以下のように整理できると考えられるが、**特に取締役会と執行陣にまたがる部分について、経営の質の向上をどう実現していくべきか。**





# 取締役会の役割・機能と執行側を強化する際の留意点

- 取締役会において重視される役割・機能に応じて、監督機能の強化を実現する方法は様々あるが、典型的な方向性は、下表の(A)・(B)と考えられる。
- いずれの方向性においても、執行機能の強化を図ることは可能だが、**(B)の取締役会の意思決定機能も重視する会社では、①社内の業務執行者を中心とした取締役会における合議型の意思決定に依拠する、②意思決定のスピードが取締役会の開催頻度に制約されること等から、CEOへの集権により意思決定におけるスピードとリスクテイクを実現しやすくするというアプローチを取りにくい面がある点には、留意が必要**ではないか。
- 関連して、監査役設置会社は、他の機関設計よりも法律上の委任範囲の制約が厳しく（会社法362条4項）、**他の機関設計に比べ、CEOへの集権による迅速果断な意思決定が進めにくい**のではないか。  
 ※ 監査役設置会社でも解釈により委任範囲を広げることが一定程度できるが、保守的に考えると取締役会で決定すべきだという主張がなされ得るため、制度に裏打ちされた他の機関設計と比較すると、ブレや揺り戻しが生じやすい。

	(A)取締役会を監督に特化させることを志向する会社	(B)取締役会の意思決定機能を重視しつつ取締役会内外の監督機能の強化を志向する会社
典型的な機関設計	指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社	監査役設置会社
権限移譲	個別の業務執行決定は執行側に大幅に権限移譲	個別の業務執行決定のうち重要性の低いものは執行側に権限移譲
構成	社外者が中心	社内の業務執行者が中心（他方で、監督機能の確保のために一定数の社外取締役を選任）
指名委員会・報酬委員会	審議の効率化のために、指名委員会、報酬委員会に対してタスクアウト（委員会の決定内容は必ずしも取締役会を拘束する必要はない）	監督機能の確保のために、社外者中心の指名委員会、報酬委員会を設置し、タスクアウト（委員会の決定内容は取締役会において尊重される必要がある）
開催頻度	個別の業務執行の決定は最小限であるため、頻度は相対的に少ない（但し、経営戦略の議論などに充てるため、頻繁に開催することも考えられる）	個別の業務執行の決定を相当数行うため、迅速性を損なわないために、頻度は相対的に多いことが想定される



# 「監督」の意義の再確認

- 取締役会に期待される監督とは、経営陣が策定し、取締役会が決定した経営の基本方針に照らして、執行を評価し、指名・報酬の決定を通じた経営の是非の判断を行うことが中核。
- 単に執行にブレーキをかけたり、不祥事を自ら発見することではないこと、また適切なリスクテイクに対する後押しや、リスクテイクをしないことのリスク（不作為のリスク）を提起することも含まれることを改めて明確に意識すべき。

## （参考1）「社外取締役・取締役会に期待される役割について」の提言（日本取締役協会）

### 【提言2】

「監督」の中核は、経営者が策定した経営戦略・計画に照らして、その成果が妥当であったかを検証し、最終的には現在の経営者に経営を委ねることの是非について判断することである。

### 【提言7】

社外取締役・取締役会による経営者の「監督とは、自ら動いて隠された不祥事を発見することではない。社外取締役は、不祥事の発生を防止するリスク管理体制の構築を「監督」し、「監督」の過程で不正行為の端緒を把握した場合は適切な調査を行うべきであるが、隠された個別の不祥事の発見自体は社外取締役による経営者の「監督」の直接的な目的ではない。

## （参考2）「社外取締役の在り方に関する実務指針」（社外取締役ガイドライン）

- 「経営の監督」の中核は経営陣（特に社長・CEO）に対する監督であり、平時から、資本コストを踏まえた会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上という観点から、経営陣の評価が適切に反映されるような報酬の設計を行うとともに、少なくとも年に1回、こうした評価に基づいて現在の経営者に引き続き経営を委ねるべきか否かの判断を行い、必要な場合には、適時適切に社長・CEOの交代を促していくことが基本的な任務である。（p.14）
- 社外取締役が行うべき経営の「監督」については、経営陣による業務執行が暴走しないようにブレーキをかけるという「守り」の意味で捉えられがちだが、会社の持続的な成長を実現するための「攻め」（適切なリスクテイクに対する後押し）の意味での監督も含まれることに留意が必要である。（p.15）

# 取締役会に社外者を入れる意義

- 取締役会に社外者を入れる意義としては、独立性の確保のみならず、自社にない多様な価値観を反映させる多様性の確保も考慮する必要がある。
- 多様性には、ジェンダー、国際性、年齢などの属性のみならず、経営経験などの職歴や、専門知識の観点が含まれる。

## 【コーポレートガバナンス・コード原則4-8】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべきである。また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社（その他の市場の上場会社においては少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社）は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

## 【コーポレートガバナンス・コード原則4-11】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。（略）

## 【CGSガイドライン別紙2：社外取締役活用の視点（抜粋）】

- 独立性は、重要な資質・背景の一つではあるものの、独立性があるだけでは足りず、それ以外の資質・背景の多様性も考慮する必要がある。自社の取締役会の在り方や社内取締役の有する資質・背景とのバランス等も踏まえ、社外取締役として実質的に役割・機能を果たすために必要となる資質・背景が何かについて、検討する必要がある。
- そもそも社外取締役に期待する役割として、取締役会に自社に無い多様な価値観を反映させるダイバーシティがある。自社の経営課題を踏まえて必要な人材を定義するなど、経営目標とダイバーシティを結びつけて検討すべき事項と考えられる。

## （参考）令和元年改正会社法において社外取締役を置くことが義務付けられた趣旨

「社外取締役に、少数株主を含むすべての株主に共通する株主の共同の利益を代弁する立場にある者として業務執行者から独立した客観的な立場で会社経営の監督を行い、また、経営者あるいは支配株主と少数株主との利益相反の監督を行うという役割を果たすことが期待されている」ところ、その立法の趣旨は、「わが国の資本市場が信頼される環境を整備し、上場会社等については、社外取締役による監督が保証されているというメッセージを内外に発信するため、会社法において、上場会社等には、社外取締役を置くことを義務づける」ことである（竹林俊憲ほか「令和元年改正会社法の解説〔V〕」旬刊商事法務 2226号 6-7頁（2020））

# 社外者のいる取締役会で議論する際の目的意識

- 取締役会における独立性・多様性の確保が役立つ局面は、以下のとおり整理できる。
- 社外者のいる取締役会で議論するに際して、特に企業の中長期的な在り方や持続可能性・企業価値に関わる事項の基本方針を決定する局面では、多様な視点や価値観を反映するとともに、それを通じて成長につながるロジックを投資家等のステークホルダーに説得的に説明できる議論を行うという目的意識を持つことが重要。
- また、社外取締役となる者には、経営に対する責任を持つという明確な当事者意識や、パーパスを共有できることが必要。

## 社外者を入れる意義

## 独立性・多様性の確保が役立つ局面

### 独立性の確保

- 独立した客観的な立場から、経営陣を評価し、**指名・報酬の決定を通じた経営の是非の判断**を行う局面
- 経営陣・支配株主等との**利益相反が生じる場面**において、独立的な立場から社外取締役が関与し、妥当性を評価する局面
- 社内のしがらみにとらわれない立場で、企業価値向上のための**中長期的な経営の基本方針・経営戦略を議論・決定**する局面
- 独立した客観的な立場から、株主等の**ステークホルダーの意見を取締役に反映**させる局面
- 独立した客観的な立場から、**取締役会でなされた意思決定の過程や考え方を株主に説明**する局面

### 多様性の確保

- 企業の**パーパス・ビジョンや経営の基本方針・経営戦略を議論・決定**する場面で、市場や産業構造が変化する中における会社の将来を見据え、中長期的で幅広い多様な視点や価値観を提供する局面
- 社長・CEOの**後継者の選任**において、多様な視点や価値観から、適切な人選を行う局面
- 多様な視点や価値観から、株主等の**ステークホルダーの意見を取締役に反映**させる局面

# Board3.0の捉え方と本研究会における議論の方向性

- Board3.0を議論する場合、単に経営経験者を取締役として選任することや伝統的な業務執行機関としての取締役会への回帰などを指すものとして捉えることは、適切ではない。
- 米国のBoard3.0の議論は、モニタリングボードの課題克服という文脈でなされている。日本でも取締役会の監督機能を強化していく際に、米国のBoard3.0の議論の各要素に着目することには一定の意義があり、本研究会では、これら各要素ごとに以下の方向性で議論してはどうか。

## Board3.0の議論の主な要素

“取締役会において十分に経営戦略の議論を行うべきである”

“戦略検討委員会を活用するべきである”

“投資家からの取締役の選任を進めるべきである”

“社外取締役に十分な情報・リソース・インセンティブを与えるべきである”

## 本研究会における議論の方向性

社外者のいる取締役会で議論する際の目的意識について整理

サステナビリティや経営戦略について、取締役会からタスクアウトして委員会で議論する方法を、中長期方針を重点的に検討する方策の一つとして捉えた上で、その役割・機能を整理

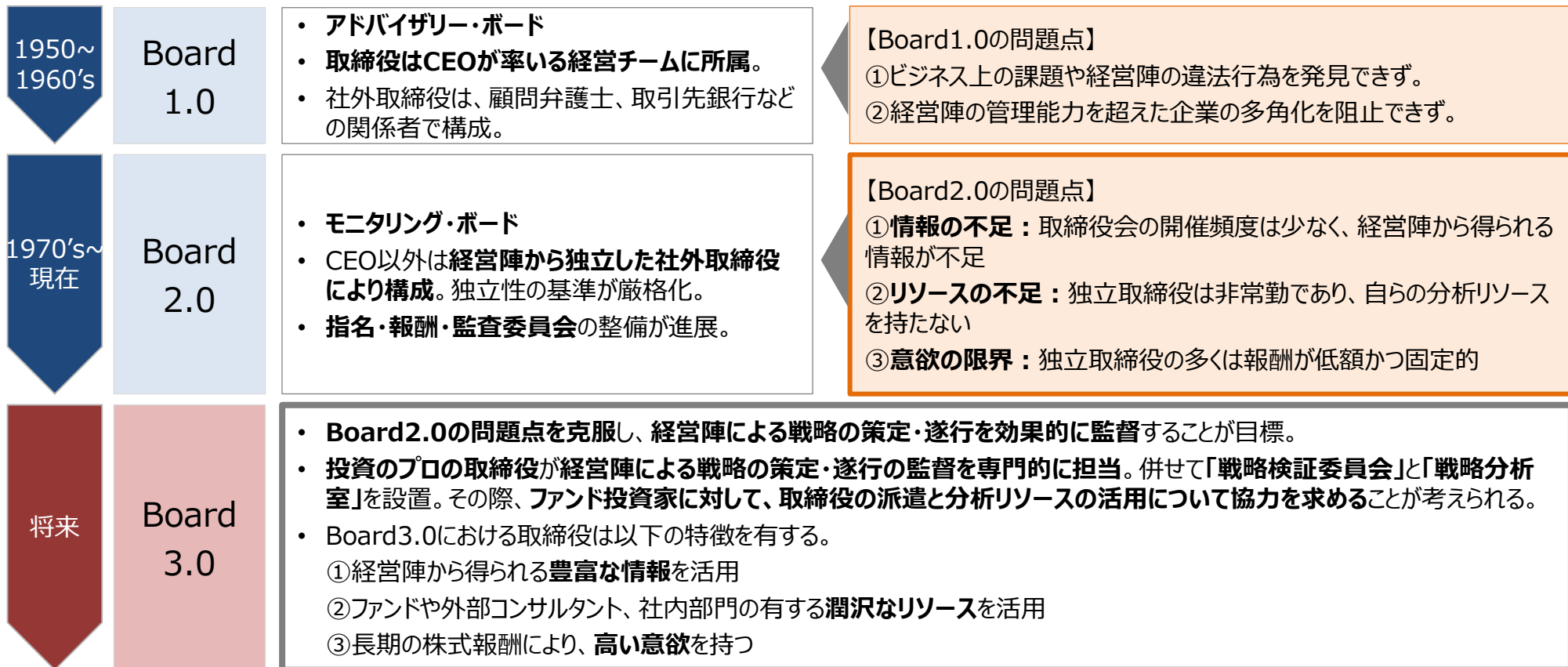
- 想定されるケースは、①当該企業に投資しているファンドに属する者が取締役となる、②当該企業に投資しているファンドからの推薦でファンド外の者が取締役となる、③投資家出身だが当該企業への投資とは無関係の者が取締役となる、など様々なケースが存在
- 各ケースに応じ、取締役として選任することの一般的な得失、投資家からの取締役の選任の際の利益相反、情報管理、他の投資家との間での公平性などの点に関する留意点を整理

- 社外取締役に対する中長期インセンティブ報酬の活用
- 「カンパニー・セクレタリー」など取締役会を支える方策の具体化
- 社外取締役の質と量の向上



# (参考) 米国におけるBoard3.0を巡る議論

- 米国では、モニタリングボードの課題（取締役会が得られる情報の不足等）が指摘され、これを克服するため、投資のプロを取締役に選任すること等により、**経営陣による戦略の策定・遂行を効果的に監督する仕組み（Board3.0）**が提案されている。他方、導入が容易ではないことや、効果に疑問があることを指摘する意見も存在。
- **取締役会がモニタリングに特化してこなかった日本において、こうした議論をどう考えるか。**



(注) 『Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer to Public Companies』(Ronald J. Gilson, Jeffrey N. Gordon) を基に経産省にて作成  
(備考) Board3.0に反論する議論として、「Outsourcing the Board: A Rebuttal」(M.Todd Henderson, Sep. 2019, pp.373-377) 等が存在

# 本日のご議論で想定している主なポイント

- 執行側の機能強化を図る際に考えられる方向性
  - P.11の整理について、どのように考えるか。執行側の機能強化のアプローチと留意点について、他に考えられる内容はあるか。
  - 企業の多様性を踏まえた時に、こうしたアプローチが適さない場合としてどういった場合が考えられるか。
  - このアプローチを取る場合の適切なCEOの人材像について、どう考えるか。指名委員会はどのような構成でどのような議論を行うべきか。
  
- 取締役会の役割・機能
  - CEOへの集権により意思決定におけるスピードとリスクテイクを実現しやすくするというアプローチを取る場合、取締役会の役割・機能や、適する機関設計について、どう考えるか。
  
- 社外者のいる取締役会で議論する際の目的意識
  - 社外者のいる取締役会で議論する意義を、局面ごとに、独立性と多様性の二つの側面に着目して整理することについて、どう考えるか。
  
- Board3.0の捉え方と本研究会における議論の方向性
  - 投資家から取締役を選任することの一般的な得失について、どう考えるか。

# CGS研究会予定スケジュール

回数	アジェンダ
第1回 (11月16日)	<ul style="list-style-type: none"><li>コーポレートガバナンス改革の成果と課題</li><li>CGS研究会（第1期・第2期）の振り返り</li><li>本研究会で議論を深める論点</li></ul>
第2回 (本日 12月27日)	<ul style="list-style-type: none"><li>全体的な議論<ul style="list-style-type: none"><li>✓ CEO集権型とこれを支える独立性の高い監督の仕組み</li><li>✓ 取締役会の役割・機能にかかる再整理</li></ul></li></ul>
第3回 (2月21日予定)	<ul style="list-style-type: none"><li>執行側の機能強化に関する各論<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 経営戦略策定の考え方</li><li>✓ 中長期インセンティブ報酬の活用</li></ul></li><li>その他<ul style="list-style-type: none"><li>✓ 取引先との公正・適正な取引</li><li>✓ 複数議決権株式の活用</li></ul></li></ul>
第4回 (4月6日予定)	<ul style="list-style-type: none"><li>監督側の機能強化に関する各論<ul style="list-style-type: none"><li>✓ ボードサクセッション、スキルマトリックス、取締役会の実効性評価などの方策の具体化</li><li>✓ 投資家からの取締役の選任</li><li>✓ 社外取締役の質と量の向上</li></ul></li></ul>
第5回 (5月頃を想定)	取りまとめ案にかかる審議
第6回 (6月頃を想定)	取りまとめ（報告書案、CGSガイドラインの改訂案）



**(参考) 諸外国のコーポレートガバナンス改革と企業の  
パフォーマンスの関係についての近年の実証研究**

# 海外における近年の実証研究のまとめ

- 海外におけるガバナンスと企業のパフォーマンスの関係性に関する実証研究では、概ねガバナンス改革が企業パフォーマンスに対してポジティブな関係にあることを示している。

タイトル (筆者)	発表年	分析対象地域	分析対象期間	分析指標	:Positive (Blue) :Insignificant influence (Green) :Negative (Red)					
					ガバナンス改革全般 <small>一連のガバナンス改革に対する評価との関係</small>	取締役・管理職の持株比率 <small>持株比率が高い場合にPositive</small>	取締役会の規模 <small>規模が大きい場合にPositive</small>	取締役会の独立性 <small>独立性が高い場合にPositive</small>	CEOと取締役会議長の分離 <small>分離している場合にPositive</small>	監査委員会の制度 <small>監査委員会の有無、規模、開催頻度等に対する評価との関係<sup>*1</sup></small>
<b>The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms</b> (Amarjit Gill, John Obradovich)	2013年	アメリカ	2009年～2011年	TobinQ			取締役会の規模が大きいとTobinQにマイナス			
<b>More on the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance in the UK</b> (Saeed Akbar, Jannine Poletti-Hughes, Ramadan El-Faitouri, Syed Zulfiqar Ali Shah)	2016年	イギリス	1999年～2009年	ROA、TobinQ						
<b>Board reforms and firm value: Worldwide evidence</b> (Larry Fauver, Mingyi Hung, Xi Li, Alvaro G. Taboada)	2016年	41カ国	1990年～2012年	TobinQ						
<b>Board governance and corporate performance</b> (Amama Shaukat, Grzegorz Trojanowski)	2017年	イギリス	1998年～2009年	ROE、ROA、ROIC、TobinQ				*2		
<b>Corporate Governance and Firm Performance: The Sequel</b> (Sanjai Bhagat, Brian Bolton)	2019年	アメリカ	1998年～2016年	ROA						
<b>Corporate Governance and Firms Financial Performance in the United Kingdom</b> (Martin Kyere, Marcel Ausloos)	2020年	イギリス	2014年	ROA、TobinQ			取締役会の規模が大きいとROA、TobinQにプラス	*2 ROA TobinQ		ROA TobinQ

\* 1 : 監査委員会の体制は、各論文において監査委員会の有無、規模、議長が社外、委員の半数以上が社外、開催頻度など独自の項目で評価

\* 2 : 説明変数は社外取締役の比率

出所：各論文を基に経済産業省作成

# 海外主要国における主な実証研究の概要 (1/2)

タイトル	掲載誌	発表年	分析手法	概要
<b>The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms</b> (Amarjit Gill, John Obradovich)	International Research Journal of Finance and Economics	2013年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <u>2009年から2011年の3年間においてNYSEに上場している企業を800社程度抽出し、金融業等を除外した上で、その中から3年間継続的にデータを取得できる333社</u>を研究対象とし調査</li> <li>➢ 上記企業が公開した財務諸表をデータベース化し、分析</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <u>CEOと取締役会議長の非分離、監査委員会の規模、財務レバレッジ、企業規模、総資産利益率、経営陣・管理職の持株比率と米国企業の企業価値との間に正の相関</u>が見られた。他方、<u>取締役会の規模との間には負の相関</u>が見られた</li> <li>➢ より詳細に見ると、<u>業種によって相違が見られた</u>。製造業においては、CEOと取締役会議長の非分離、監査委員会の規模、財務レバレッジ、企業規模、取締役・管理職の持株比率が企業価値との間に正の相関が見られ、サービス業においては、財務レバレッジと資産収益率が企業価値との間についてのみ正の相関が見られた。取締役会の規模は負の相関が見られた。他方で、取締役会の規模については、双方の業種において負の相関が見られた（他項目については相関なし）</li> </ul>
<b>More on the Relationship between Corporate Governance and Firm Performance in the UK</b> (Saeed Akbar, Jannine Poletti-Hughes, Ramadan El-Faitouri, Syed Zulfiqar Ali Shah)	Research in International Business and Finance	2016年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <u>1999年から2009年においてロンドン証券取引所に上場している英国の非金融企業を除く1,513社</u>のうち、当該期間においてコーポレートガバナンスまたは財務データの両方もしくはいずれかを取得することが出来た企業を抽出した上で、連続する4年間分のデータが存在する<u>435社</u>を研究対象として調査</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ これまでの<u>先行研究のうちポジティブな影響を示す研究は、内生性の影響を考慮していない可能性</u>があり、それらの影響を加味した今回の研究では、<u>ガバナンスと企業業績との間には有意な関係性がないことが見られた</u></li> <li>➢ ガバナンスと企業業績との間に有意な関係性が見られないことは、<u>業績などの企業特性に応じて企業がコーポレートガバナンスの遵守度合いを選択していることを示している</u>のかもしれない</li> </ul>
<b>Board reforms and firm value: Worldwide evidence</b> (Larry Fauver, Mingyi Hung, Xi Li, Alvaro G. Taboada)	Journal of Financial Economics	2016年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <u>41カ国における取締役の改革が企業価値に与える影響を1990年から2012年までの期間</u>において調査</li> <li>➢ 企業群と年度は固定した上で、各改革において<u>差分の差分法</u>（差分の中に発生している差分を分析することで事象の影響を分析する方法）<u>を用いて調査</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 会長とCEOの分離ではなく、<u>取締役会や監査委員会の独立、などの改革により、企業価値の向上が促進される</u>ことが分かった</li> <li>➢ 取締役会の改革を行うことにより、<u>トービンのq（株式市場で評価された企業の価値を資本の再取得価格で割った値）は平均して8.9%上昇した</u></li> <li>➢ <u>“Comply or Explain”の改革</u>（例：英国）は、ルールベースの改革（例：米国）よりも<u>企業価値の増加に寄与</u>したことが分かった</li> </ul>

# 海外主要国における主な実証研究の概要 (2/2)

タイトル	掲載誌	発表年	分析手法	概要
<b>Board governance and corporate performance</b> (Amama Shaukat, Grzegorz Trojanowski)	Journal of Business Finance & Accounting	2017年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 1998年から2009年における<b>英国の上場企業2,212社</b>を対象</li> <li>➢ 「CEOと取締役会議長を兼任していない」、「報酬委員会/指名委員会/監査委員会が存在している」などの独自に策定したガバナンス指標（合計13項目）と、パフォーマンス指標（ROA、ROE、ROIC、トービンのq）の相関を調査</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 英国における取締役会の監督機能と企業パフォーマンスとの関係性を調査</li> <li>➢ 合計13項目に渡る、独自に策定した取締役会のガバナンス指標を用いて検証した結果、<b>取締役会のガバナンスと企業パフォーマンスにおける複数の指標との間には強い正の相関関係があることが分かった</b></li> <li>➢ コードの遵守状況は、取締役会や監査委員会の独立性に左右されるものである</li> </ul>
<b>Corporate Governance and Firm Performance: The Sequel</b> (Sanjai Bhagat, Brian Bolton)	Journal of Corporate Finance	2019年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 1998年から2016年における<b>S&amp;P 500、S&amp;P 400 MidCap、S&amp;P 600 SmallCap</b>の構成企業を対象として調査</li> <li>➢ 1998年から2016年を<b>4つの期間に区切り</b>、それぞれの期間において分析（最小二乗法及び2段階最小二乗法）を実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2008年の“Corporate governance and firm performance”の論文で使用したデータを14年分伸ばし、<b>2016年までのデータを使用し、分析を実施した</b></li> <li>➢ その結果、<b>経営陣の自社株の持株比率は将来的な企業業績に最も一貫してポジティブな関連性を持っていることが分かった</b>。政策立案者や長期投資家は長期的な企業業績に強く関心を持っていることから、この結果は特に重要な示唆であると考えられる</li> <li>➢ 特に金融業界においては、経営陣の持株比率と将来的な企業業績に強い正の相関関係が見られた</li> </ul>
<b>Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom</b> (Martin Kyere, Marcel Ausloos)	International Journal of Finance & Economics	2020年	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>2014年にロンドン証券取引所に上場している252社を研究対象</b>として調査</li> <li>➢ 上記企業の1年間の業績数値を対象に、財務パフォーマンスに対するコーポレートガバナンスのメカニズムを検証するため、重回帰分析を実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>統計的に有意性があるものとして、取締役会の規模や社外取締役の比率、監査委員会の開催頻度</b>が挙げられた。取締役会の規模については、それが大きくなるにつれ、ROA、トービンのqの双方に統計的に有意性が見られ、独立社外取締役の比率と監査委員会の開催頻度については、その割合や回数が増加するにつれ、ROAのみに統計的な有意性が見られることを示している</li> <li>➢ 他方で、先行研究で関係性があるとされてきた、<b>取締役・管理職の持株比率、CEOと取締役会議長の兼任</b>については、ROA、トービンのqの双方に<b>統計的な有意性が見られなかった</b></li> </ul>