

## CGS研究会（第3期）

### 第3回 議事要旨

1. 日時：令和4年2月21日（月）10時00分～12時20分
2. 場所：オンライン開催（Teams）
3. 出席者：阿部委員、伊藤委員、江良委員、大内委員、大杉委員、大場委員、神作委員、後藤委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、藤田委員、古田委員、松元委員、三笥委員、宮島委員、森田委員  
（欠席：神田座長、石田委員、富山委員、柳川委員）
4. 議題：執行側の機能強化に関する各論（経営戦略・経営計画の策定、KPIの設定・中長期インセンティブ報酬の活用 等）、その他（取引先との公正・適正な取引、複数議決権株式 等）について
5. 議事概要：  
まず、事務局より「事務局説明資料」（資料3）の説明を行った。  
次に、株式会社日立製作所 森田委員によるプレゼンテーション（資料4）が行われた後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

- 【大杉委員】森田委員の報告にコメント・質問をしたい。15・16ページに、サステナビリティや投融資戦略の委員会への言及がある。事務局資料でも委員会に触れられており、委員会活用がリスクをとる経営の手段の一つとして紹介されていたと思う。日立製作所において、社外取締役は、サステナビリティ委員会等に、どの程度関与しておられるのか。あるいは別のところで関与することで企業価値を向上させているのか。また社外取締役の役割は監督であるが、日立製作所においては社外取締役がどのような形で企業価値にかかわっているかを教えていただきたい。敷衍すると、社外取締役に特に大きく依存せず、創業経営者が積極果敢な経営をしているケースもあり、（それで企業価値が向上するのであれば）社外取締役は要らないという議論につながりかねない。こうした点についての森田委員のお考えをうかがいたい。
- 【森田委員】サステナビリティ委員会と投融資戦略委員会は両方とも経営会議経由で取締役会に報告し、内部監査部門とも連携している。社外取締役の関わり方だが、例えば2012年に再編して成長戦略に切り替えたいとの議題を取締役会に上げた際の社外取締役からの最初の指摘は、売上げの1%程度の現金しか手元に残らないのであれば、それで成長投資ができるのか、すなわち、成長戦略のためにはキャッシュ創出が必要というものであった。

また、IT 事業をコアに据えたいのであれば、一桁の成長で 10% の営業利益という目標ではグローバルの IT の世界では戦えないという指摘も社外取締役からすぐ出てきた。IT やプラットフォームについての考え方や、事業目標の設定の仕方は、社外取締役からの指導が入る。

- 【松元委員】事務局資料に 2 点コメントしたい。まず 12 ページの委員会の活用について。サステナビリティ委員会については、これが執行側なのか監督側なのかにあまりこだわらない方が良いのではないかと。サステナビリティ委員会は、執行側を監督する指名委員会・報酬委員会とは性質が異なる。むしろ、経営戦略の一環としてサステナビリティをどう捉えるか、の議論をする場であり、CGS ガイドラインでこの委員会が執行側と監督側のどちら側なのかを強調しすぎると、実務に混乱を招くのではないかと。また、一つのサステナビリティ委員会が両方の機能を兼ねることの是非についても、あまりこだわらない方がよく、どのような委員会を作ることが会社として実効的な議論をするために良いか、各社で考えるべき。より重要な検討課題は、10 ページでも言及のある、取締役会でどこまで決めることが望ましいのかという点であるように思われる。例えば、その会社のサステナビリティへの取組みの方針や、儲けはないかもしれないがサステナビリティの観点からは望ましい案件に取り組むかどうか、人権 DD の社内プロセスなどについて、取締役会で検討すべきかを考えていくことが重要。

2 点目のコメントであるが、35 ページの、「パートナーシップ構築宣言」への取組み状況を取締役会で監督していく旨を CGS ガイドラインに記載するかどうかという点についてである。この宣言の重要性は理解するが、この宣言に限らず、様々な指針がある中、なぜこれだけを CGS ガイドラインに書くのか、他の指針は書かなくてよいのか、という議論になるし、会社側の負担が増えるのではないかと。全く書かなくて良いという趣旨ではないが、前回の CGS ガイドラインで「価値協創ガイダンス」を注記で挙げていたのと同じような扱いもあるのではないかと。これだけを CGS ガイドラインに書くことはバランスを欠くように思う。

- 【伊藤委員】森田委員へのご質問が 3 つある。1 つ目は、取締役会の議題の半分程度が協議案件だというご説明であったが、中身は戦略やグループ構造が相応を占めるのではないかと推察する。なぜこのように半分以上が協議案件なのか。日立製作所では社外取締役は海外の方や経営経験者が多いという取締役会の構成・属性が関わっているのか。2 つ目は、事業を売って買うという事業ポートフォリオの組み換えをされているが、これは事業部門側から

の発案が多いのか、コーポレート主導なのか。C×Oの横串はどのようにかわっているのか。3つ目は、ここ何年かの日立製作所の成長のための実行力は素晴らしいものがあるが、実行力の源は何だと考えているか。

- 【森田委員】取締役会で議論するアジェンダの半分が協議案件（個別の決議案件ではなく各種戦略等を執行役から報告し議論する議題）である理由の一つは取締役会が要求するから。例えば3年の中期計画を策定するのであれば何回かに分けて状況を把握しながら進める必要がある。弊社では毎年のローリングはしていないが、コロナ等で事業環境は変化している。取締役会の決議を経るのは一部だが、今の中計をこのまま進めるか見直すべきかの判断をして次の経営計画を作るため、継続的にアップデートする議論を行っている。また、社外取締役は経営者が多く、それも一つの要因である。ゼネラルカウンセラー、リーガルの専門家の社外取締役であっても、キャピタルマーケット、エクイティマーケット、IT、米国西海岸の状況に詳しい。こういったバックグラウンドを活かした社外取締役からの提言は多くある。

2つ目の質問について、自らの事業が売りたいという事業部は基本的にない。他方で、日立製作所としてその分野に注力していかないことがわかっている事業部長の中には、外に出てほかの人と一緒にやった方が従業員含めて幸せになると最終的におっしゃる人もいる。しかし多くの場合はコーポレート主導である。

3つ目の実行力の点は、取締役会・指名委員会が機能していると考えている。会社の方向を決定するにあたり、次のフェーズで会社がやらないといけないことは何かという観点から、取締役会・指名委員会が望んだのは実行力のある東原氏であった。取締役会が、会社としての事業の方向性を決めていたので、それができる人を経営陣に選任したということだと思う。

- 【後藤委員】まず森田委員に質問。日立製作所については川村会長の改革がサクセスストーリーとして出てくるが、どのように日立製作所が変化をしたのかに関心がある。大きな損失が生じたあとに、川村会長がどのように選ばれたのか。その際に当時の社外取締役がどのような役割を果たしたのか。次に事務局資料へのコメント。委員会の活用について、目的や機能に応じて設計を考えるべきという点は同感。一方で、経営戦略の策定の委員会とサステナビリティ委員会が代替的なものとされている点については、経営戦略＝サステナビリティとは言えず、性格の違うものだろう。事業部門の入れ替えも含めた全体の戦略という観点からは、執行側の補助というよりは取締役会の監督サイドに置く話。経営戦略は取締役会にとって一番重要な論点であり、

取締役会は監督し、執行側が策定を行う。この二つの機能を一つの委員会が担うと、取締役会のレビューが甘くなってしまうことはないか。

また報酬の論点として、財務指標以外の経営指標を織り込むことも考えられると事務局資料には書かれており、典型的にはESG報酬などかと思う。織り込むことも考えられるというのはその通りだが、その場合、織り込む必要がある理由や目的を会社が考える必要がある。二酸化炭素排出量などの指標が重要な業種もあるが、重要でない会社もあるし、流行りだから入れようといった安易な議論になりかねない。報酬全体が不透明にならないように、どういう指標・割合で、何のために連動させるのか、企業価値にどのような意味があるのかについて、充実した開示が必要になるのではないか。また、社外取締役に対する株式報酬について、国内の機関投資家がネガティブな反応を示しているというスライド（30ページ）があった。ISSやグラスルイスは肯定的だが国内機関投資家はネガティブな理由についてご存じの委員ができれば教えていただきたい。

- 【森田委員】改革に当たって川村氏の役割は大きかったと思う。川村氏が重視していたのは、大きく分けて、毀損した資本の増強と、コアになる上場子会社の非上場化。もうひとつはダイバーシティであり、経営会議のメンバーが同じバックグラウンドや同じ組織に長くいた人ばかりだと間違えるんだ、という話をよくしていた。当時の取締役会での決議は急な話だったので、(川村氏がトップになることについて)既に方向性を決めたものをエンドースしてもらって側面が強かったのではないかと個人的には思う。川村氏は日立製作所の祖業の部門の出身であり、保守本流の人が改革をすると言うのであれば異論が出にくいという部分があった。また、川村氏は早くから会社の外に出て外から日立製作所を見ていた。もともと日立製作所を変える必要があるのが根本的に変えることのできる人間として川村氏を選んだという理解はあった。改革が大いに進む結果となった。
- 【古田委員】事務局資料へのコメントと森田委員への質問をしたい。事務局資料の16ページ。中計の役割は、会社の進むべき方向性を定めるという点と、投資を呼び込むきっかけとなるという点がある。中計を策定する際、株価を意識した中計になっているかは重要。仮に中計の数字が達成できた場合の理論株価、あるいは目標株価についてあらかじめ試算をして中計を出している会社は少ない。理論株価の算定まで落とし込んでいるかが今後は求められる。トップダウンでしかそのあたりの考え方はできない。ボトムアップの策定だと、PL志向になってしまう。そうすると、事業ポートフォリオの見

直しという発想がボトムアップからは生まれにくいのではないか。それが日本企業で事業ポートフォリオ再編が進まない一つの理由ではないか。トップダウンで、ありたい姿、ありたいBS、株価、時価総額の議論を尽くすことが重要。その意味で、社外取締役が株式報酬をもらう部分も、最終的にトップが取締役会で議論する際に株主の視点を持つ観点から意義のあることではないかと思う。

森田委員への質問として、中計の策定プロセスに関して。一つは、目標株価、目標TSRなど株価に関連するものについて、中計策定の際にどの程度意識されているか。また、中計策定にあたり、トップダウンとボトムアップの進め方、バランスについて教えてほしい。

- 【森田委員】毎年7月頃に取り締役会で目標設定をするときに、バランスシートのEPS、一株当りキャッシュ、株価についての目線を確認する。それを実現できる業容、そのために必要な各アセット、事業部門に落とし込んでいく。取締役会と目標設定を議論するときは本社側で議論をする。ストライクゾーンを決めたあと、それにあつた業容を考えるというプロセスになっている。ボトムアップとトップダウンのバランスについて申し上げますと、経営は職種の一つなので、ボトムアップで事業をやっているオペレーションとは求められるスキルセットと経験が違う。オペレーションの責任者はいきなり経営者になれない。知識と経験がないと経営はできない。オペレーション側はPLを考えることが多いが、経営側はBS、キャッシュ、株価を主眼とした議論をしている。
- 【澤口委員】事務局資料に1点コメントしたい。経営戦略策定における委員会の活用、特に取締役会側の機能強化のところ。執行側に委員会を置くことの方には違和感なく、また取締役会が委員会を置いたとしても監督、つまり執行側のオーバーサイトの範囲であれば危惧しないが、より踏み込んだ関与となると、マイナス面もある。経営戦略については社外取締役に対しても、従来の監督の役割を超えて、戦略策定に踏み込んだ関与を求める議論も背景にあると思う。この議論には、ポジティブな側面もあるが、ネガティブな側面にもあり、両方に目を向けるべき。監督を超えて主体的に戦略策定への関与を求めるためには、社外取締役へのインプットに相当なリソースが必要となる。また、他社で実績のある経営者であつた方としても、社外取締役になつた時に、適切な判断がなされるとは限らない。結果として戦略策定にネガティブな影響も考えられる。ちなみに、Board 3.0はこのような問題を乗り越えるために出てきているともいえる。この考え方の発想は、戦略の策定

への関与は、通常の社外取締役では困難であるので、ミッドキャリアのプロでフルタイムの取締役を、相当な報酬を支払って登用するというもの。但し、これはこれで実現が難しい考えでもある。監督を超えて戦略策定に踏み込んでいくことが、良いところ取りの理想論にならないかを危惧している。

- 【三笥委員】森田委員への質問と事務局資料へのコメント。日立製作所の資料の11ページの3委員会の活動内容。特に、指名委員会と報酬委員会の相互関連性について。執行役体制についての確認審議が指名委員会の主な活動内容、執行役の個人別の報酬の額の決定が報酬委員会の主な活動内容とされている。両項目は、相互に一定の関連性があると思われるところ、各委員会のメンバーは大部分が異なるが、委員長は望月取締役で共通になっている。このようなメンバー構成になっている背景と、両者のすみわけ及び連携について伺いたい。委員長を共通にしているのは意図的なのか。  
また、事務局資料の21ページ以下の業績連動報酬に関する資料について、どういうKPIを設定して具体的な連動報酬を決めていくのかが非常に重要。ここ数年、基本的には株価は好調で、業績は右肩上がりなので問題視されていないが、今後業績の見通しが厳しいときに、今と同じKPIの設定だと、適切な報酬水準にならないかもしれない。特に、経営の立て直し時期においては、一定期間株価が低迷する可能性があるが、株価が右肩下がりになると株式報酬がインセンティブにならないので、そうした場合においても経営陣に適切なインセンティブを与えられるようにするため、どのような制度設計をすべきかを検討することも重要。具体的には、会社の業績の見通しをどう入れ込むかなどをどこかで議論した方がよい。
- 【森田委員】指名委員会は幹部のインタビュー等をやりつつ、適任かどうかを見ることを主たる役割としている。報酬委員会は社内での役割も含めて、執行側の主要な幹部の通信簿をきちんとつける役割と理解している。委員長が共通している理由は、両方の委員会をブリッジする必要があったのと、現任の委員長が適任者であったという両面の理由があると思う。
- 【宮島委員】森田委員への質問と事務局資料へのコメントをしたい。一つは、日立グループの再編成において、完全子会社化とは別に、子会社から持分適用会社化している会社もあるが、基本的な考え方は何か。また毎年位置づけをどのような形で決定しているか。二つ目は、基本給と短期業績連動と長期業績連動で1：1：1となっているが、考え方について教えてほしい。これが基本形なのか、業績連動をもっと上げていくのか。

次に、事務局資料へのコメント。1点目は経営報酬に関して、特に長期の業績連動を増やした方が良いという説明だが、割合についての理想形や目安について、3分の1を中長期の業績連動にするという考え方がにじんでいるようにも見える。各社の検討事項とはいえ、何らかの形で一定の目安やベンチマークを示せた方が良いのではないか。2点目は、財務指標に限らない指標を入れることも考えられるという文言に関しては、後藤委員の指摘に同感で、受け取る側からは分かりづらいと思う。サステナビリティ等を重視する経営となると、評価の方針について新しい指標が加わることが重要である。そうした経営指標を明確に設定して、報酬制度に具体化するイメージがわかる書き方が良いと思う。3点目は、執行役員・幹部候補への自社株報酬の付与を強調している点は、大いに賛成である。他方で、これまで十分に検討されていないので今後検討すべきというメッセージ、あるいは、今までその利用を制約していた要因を緩和していく必要があるというメッセージを出すことも考えられる。例えば、28ページで、「業績に連動した株式報酬とすることは馴染みにくい」とある点については、むしろ、これまで馴染みにくいと考えられてきたが、そうではない見方もできるし、その導入を促進するには、どの制約をいかに緩和するかを考える必要がある、という点を指摘した方が良い。

- 【森田委員】上場子会社については、投資へのリターンがどれだけあるのかについての株主説明はかなり難しいので、きちんと説明できないものは持分法適用会社としている。  
報酬について、1:1:1を見直していくかについては検討しているが、方向性として、グローバルタレントにどう弊社で働いてもらうか、という議論をしている。グローバルのトップに日本の会社で働いてもらうために、基本的な給料の払い方として、1:1:1でやっていけるかは考えている。
- 【阿部委員】事務局資料へのコメントと森田委員への質問。社外取締役の株式報酬について、日本の機関投資家と対話していると、基本的には社外取締役への株式報酬には反対されていないと思う。欧米で問題になるのは、社外取締役であるチェアマンが過大な報酬を得ているケース。こうした過大報酬は問題だが、社外取締役が株主目線を得るために株式報酬を受け取ること自体を問題視している印象は（欧米でも）ない。私が取締役を務めている日本の会社では、株式報酬はゼロであるが、社員持株制度の下で株式を購入することになっているため、株式を保有する判断は個々の社外取締役に委ねられている。そのため、取締役によって株式保有の割合は様々であり、株主目

線とのアラインメントに差が出てきてしまう。米国で私が社外取締役をしている会社では年間報酬（定額）の約3分の2が株式、約3分の1が現金で支給され、加えて何年務めると何株以上株式を持たねばならない、という内規があることで、株主目線とのアラインメントを担保している。

独立社外取締役のクオリティがパフォーマンスにインパクトを与えると思う。日立製作所についての質問だが、独立社外取締役のパフォーマンス評価はやっているか。やっていないとすると、翌年の独立社外取締役の選任・解任はどのような基準のもとで協議していて、お手盛りにならないための方策はあるのか。

- 【大内委員】事務局資料へ2点コメント。1点目は委員会について。委員会は株主と経営層の間で深刻な意見対立があるような場合に、裸の株主と経営陣との対決が企業価値の毀損につながりかねない場合に意味があるものと理解している。委員会が必要なケースは、経営方針に関する対立に限定されるわけではないので、対立の原因となる 이슈 によっていろいろな委員会がありうるため、イシューを経営方針に限定した議論にする必要はない。2点目は、株式報酬について。従業員や執行役員への株式報酬の議論も理解できるが、より重要なのは取締役報酬。自らの判断の良し悪しを自らへの報酬の増減という形で反映させる ということが業績連動報酬の発想である限り、中長期的な価値向上に資するための施策についてボードメンバーとして採否を判断する社外取締役への株式報酬の付与を排除する必要はないのではないかと考える。
- 【江良委員】事務局資料へコメント。日本企業的意思決定をどのようにスピードアップさせていくか、執行と取締役会の役割分担をどう考えるかという議論の方向性は良いと思う。他方で、サステナビリティと経営戦略は重なる部分もあるが、委員会の位置づけとしては切り離して議論すべきと思う。委員会について取締役会と執行側のどちらに置くべきかというテーマについて、対立構造が大きい場合には執行側からの独立性を高めた委員会を設置することが重要になる。したがって、サステナ委員会も社外を中心とした委員会となる会社もあるだろうし、そうでもない会社もあるだろう。いずれにせよ、委員会の実効性が担保されることが大事だが、同時に透明性も重要であると思う。どういう目的で設置されたのか、どちら側寄りに設置されたのか、十分に説明されることが重要。海外では各委員会の定款自体の開示をするケースもあるが、委員会の中で、取締役がいかなる責任を負うか、どういうメンバーが入っているかなどの透明性を高めていくことも重要だと思う。

森田委員への質問。日立製作所の改革は素晴らしいと思うが、過去の7800億円の赤字がなかった場合、危機意識はここまで醸成できたと思うか。ほかの会社で同じ構造で検討できるか。危機感の醸成について考えがあれば伺いたい。

- 【武井委員】社外取締役への株式報酬を認めるべきという点と、サステナビリティ委員会は監督側だけに置くべきではないという点は他の委員のおっしゃる通りと思う。追加で申し上げると、KPIに関して、サステナビリティ関連の指標に関して、税法上の損金算入の議論が進まない点の検討がされるべき。また、KPIとの関連では、無形資産への投資が研究開発や人件費などの費用項目になっていて、コストカットの対象になっているので、無形資産投資について、費用から脱却して資産として捉えていくべき。欧米の機関投資家の中では、研究開発費、人件費、販管費などを資産の項目に計上しなおしているところもある。会社の側でも、無形資産投資を見える化したKPIを考えていくべき。目に見えないものに価値がある。また、複数議決権株式がサイバーダインの事例しかない点について、欧米が普通にやっているものがなぜ進まないのかはきちんと検証すべき。
- 【塚本委員】事務局資料25ページで書かれていることはいずれも重要であると考えている。インセンティブ報酬が広まっているが、報酬額全体に対する割合が低い一つの要因は、株主の目線が気になっていて、さらにアドオンして報酬を付与することを躊躇している会社も多い。社外取締役が中心となって、報酬委員会において、お手盛りではないことを株主に対して説明できるような実質的な議論することが重要。社外取締役の株式報酬は、29ページで「当事者意識を持つこと」が強調されているが、CGSガイドラインにも書かれているようにインセンティブの視点も重要である。社外取締役にどのような役割が期待され、その役割を果たすうえで株式報酬も重要だという議論ができるとさらに説得的だと思う。
- 【森田委員】  
危機意識の点は、当時、赤字を出してもオペレーション側と経営の一部は静観していた。変えたいと考える川村氏以下が、社内できちんと危機感を説明して回ったことが重要であった。改革したいと思っている人がいかに社内を動かすかが重要。

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