

# 「稼ぐ力」の強化に向けた コーポレートガバナンス研究会 第1回事務局説明資料

2024年9月18日

経済産業政策局 産業組織課

# 用語の定義

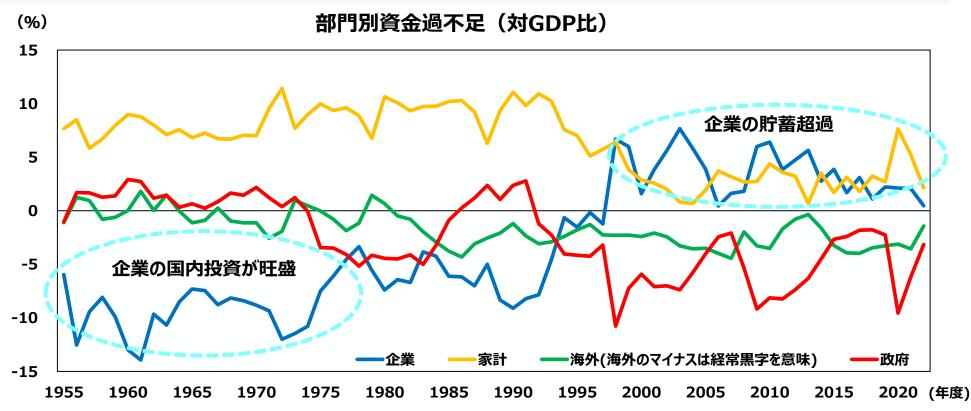
本資料で用いる用語は、別段の記載のない限り、以下のとおりとする。

用語	定義
CG	コーポレートガバナンス
CGコード	コーポレートガバナンス・コード
CGSガイドライン	コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針
CGS研究会	コーポレート・ガバナンス・システム研究会
CX研究会	グローバル競争力強化に向けたCX研究会
事業PF	事業ポートフォリオ
産競法	産業競争力強化法

# 1. CGに関する議論の方向性 (1) CG改革の成果と課題

### 家計、企業、政府の経済活動のISバランス

• 家計は継続的に黒字。1990年代後半以降は企業も黒字となり、政府が一貫 して赤字主体となっている。企業は、1990年代以前は旺盛な国内投資によ り投資超過であったが、2000年代からは貯蓄超過主体となってきた。



### 「経済産業政策の新機軸」第3次中間整理

- 経産省は「経済産業政策の新機軸」において、デフレ型のコストカット追求からインフレ型の高付加価値化へ経営をシフトする必要がある旨を提示。
- それに向けて、政府は、各企業における、持続的に企業価値を向上させる 経営(価値創造経営)の実行を促している。

#### 「新機軸」(将来見通し・シナリオ)の概要①

(背景にある世界の変化:時代の転換点)

- **国内投資、賃上げ、物価、株価**を中心とした**30年ぶりの変化(=潮目の変化)**は、<u>世界の根本的なトレンドの転換(時代の転換点)</u>の端緒。
  - 国際経済秩序の変化:

ほぼ共有された規律を基礎とした**グローバリゼーションの時代**から、 異なる価値観が投射される**不確実性の高い時代**へ

- ⇒ 不確実性が相対的に低い**日本という場所はサプライチェーン上の重要な位置付け**へ
- > 世界的な人口動態の転換:

日本だけでなく、多くの高所得・準高所得国で人口減少フェーズへ

(中国・欧州・韓国。日本は労働参加率頭打ち)

- ⇒ 人口の伸びと経済成長の牽連性の低下が必然的に発生し、多くの国で 「高付加価値化により、一人当たりの生産性を高め需要を増やすことで総需要も拡大する」 ことが経済成長の主流に。
- ⇒ 中国を含む**世界的な少子高齢化で、**これから30年といった中長期的に、「**需要>供給」**となり、 世界全体にインフレ圧力がかかるとの指摘あり。
- ⇒ これらの変化は、日本にとって追い風となり、「国内投資」「イノベーション」「所得向上」の3つに正の 影響を与える。特に、人口減少は加速し、日本を劇的に変える。時代の転換点である今こそ変革の チャンス。
- ⇒ 日本企業の経営を、デフレ型のコストカット追求から、インフレ型の高付加価値化へシフトし、次の時代を「巻き返す15年」に。

### 価値創造経営とCG改革

• 価値創造経営の実現に向けて、バックキャスト型長期経営や人的資本経営 等を支えるCGの強化を行う必要がある。

中期的に取り組むべき領域と政策の方向性

「資本市場改革」によって資本市場から上場企業への規律が強化されることに呼応し、政府は日本企業が長期的・持続的な価値創造に向けた「企業経営改革」を進めることを促し、GXなど社会課題領域での「ミッション志向の産業政策」を講じることで、国内投資促進、イノベーション創出、国民所得向上の「3つの好循環」を実現する。

#### 取り組むべき領域

#### ①資本市場改革

資本市場が、規律の強化を通じて企業の価値創造 経営の実行を促す

#### ②企業経営改革

政府として、企業が中長期視点でSXを軸とした価値 創造経営の実行を促す

### ③ミッション志向の産業政策

政府として、民間だけでは投資が進みにくい中長期的な社会課題領域を中心にした国内投資を促進する

#### 中長期視点でのSX経営戦略の構築と実行、ガバナンス

- 1) バックキャスト型長期経営: 社会課題解決など中長期の価値創造戦略
- 2) **バランスシート経営**:事業ポートフォリオマネジメントと、無形資産を含めた高速で 大規模な投資
- 3) 人的資本経営
- 4) マネジメント改革(執行機能の強化): 中長期視点の戦略を着実に実行するマネジメント
- 5) 上記 1 から 4 を確実なものとするガバナンス強化: グローバル水準の長期インセンティブ報酬、優れたCEOを選ぶためのサクセションプラン作成、過半数の独立社外・多様性のある取締役会、長期経営方針についてCEOと社外取締役の徹底した対話

# (参考) 持続的な企業価値向上に関する懇談会

経済産業省が開催した「持続的な企業価値向上に関する懇談会」における 座長としての中間報告では、企業価値の向上に向けた課題の再整理が行われ、「取締役会の実効性の強化」等が課題として示されている。

課題の再整理	本懇談会で出てきた論点
課題①: 企業価値に対する企業と 投資家との間の認識のずれ	● 企業価値を高めることの意義の再確認
課題②: 長期視点の経営の重要性	<ul><li>● 企業が置かれているポジションによる優先課題や処方箋の違い</li><li>● 社会のサステナビリティも踏まえた、長期視点の経営による将来の成長期待(PER)の向上(企業情報開示のあり方も含む)</li><li>● 中期経営計画のあり方の再考 など</li></ul>
課題③: 経営チーム体制の強化の 必要性	● CFO・FP&A、CHRO・HRBP機能の強化 ● 経営者人材の育成に向けた取組の加速 など
課題④: 取締役会の実効性の強化	<ul><li>取締役会の役割の明確化</li><li>経営者の選解任等の機能の強化</li><li>社外取締役の実効性の強化(選任方法の検証、投資家との対話・エンゲージメントの充実、社外取締役の質の向上等)など</li></ul>
課題⑤: 資本市場の活性化	<ul><li> 次世代を担うアセットマネージャーの人材確保・育成</li><li> アセットオーナーの投資運用力を含む専門能力の強化</li><li> 政策保有株式の更なる低減や資本市場への説明の在り方</li><li> 企業情報開示の質の向上</li><li> 企業間の競争を促すための株価指数の運用改善など</li></ul>

#### ・ 取締役会の役割の明確化

▶ 取締役会の実効性を高めるには、取締役会の役割を明確にした上で、その役割に応じて取締役会の議題を設定する必要があるとの意見が見られた。

#### ・ 経営者の選解任等の機能の強化

▶ 取締役会によるCEOの選任・再任/不再 任・解任機能を強化し、予定調和的な CEOの交代を見直すことについて、検討 する余地がある。

#### ・ 社外取締役の実効性の強化

 社外取締役人材の拡大とともに、今後は 経営者の選解任や再任・不再任の判断な ど、タフなタスクに十分な知識・経験・ 能力をもって取り組めるような社外取締 役の質の向上が重要なのではないか。

### CG改革の意義

- ・ 炭素中立社会の実現(GX)、デジタル社会の実現(DX)、経済安全保障 などの社会課題が顕在化し、企業を取り巻く外部環境が複雑化している。
- CG改革は複雑な外部環境を成長機会に変え、イノベーションによる付加価値の創出や生産性の向上を通じて「稼ぐ力」を強化し、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を後押しするものである。

#### 企業を取り巻く外部環境とCG改革

複雑な外部環境を

成長機会に変える

社会課題

企業のCG改革

気候変動・GX

DX・デジタル化

経済安全保障

技術革新

人権問題

サプライチェーンリスク

持続的な成長と 中長期的な 企業価値向上

「稼ぐ力」の強化

#### **CGSガイドライン**(2022年7月19日改訂)

- 多くの日本企業にとって、国際関係や経済社会の激変をチャンスに変え、中長期的な企業価値の向上を図るためには、乗り越えなければならない課題が多い。日本企業のガバナンスに関する課題は、以下のとおり企業によって様々であるが、コーポレートガバナンスは、企業がこうした課題を乗り越えることを後押しするものでなければならない。
- コーポレートガバナンス改革は、過去30年近くにわたって企業価値が低迷し続けてきた我が国の現状から脱却し、人材の有効活用を通じたイノベーションによる付加価値の創出や生産性の向上を通じて、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図り、その果実が従業員や消費者等にも広く均霑され、投資や消費拡大による経済成長につながるという好循環が実現される経済システムを構築することを目指している。

### 日本再興戦略改訂2014

日本の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高めるための施 策の一つとして「コーポレートガバナンスの強化」が掲げられた。

#### 日本再興戦略改訂2014

#### 第一総論

- Ⅱ. 改訂戦略における鍵となる施策
- 1. 日本の「稼ぐ力」を取り戻す
- (1) 企業が変わる
- (コーポレートガバナンスの強化)

日本企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民(家計)に均てんさせるには何が必要か。まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&A などに積極的に活用していくことが期待される。

(中略)

今後は、企業に対するコーポレートガバナンスを発揮させる環境を更に前進させ、企業の「稼ぐ力」の向上を具体的に進める 段階に来た。これまでの取組を踏まえて、各企業が、社外取締役の積極的な活用を具体的に経営戦略の進化に結びつけていくと ともに、長期的にどのような価値創造を行い、どのようにして「稼ぐ力」を強化してグローバル競争に打ち勝とうとしているの か、その方針を明確に指し示し、投資家との対話を積極化していく必要がある。

(中略)

こうした一連の取組を実行していくことで、企業収益の更なる拡大が実現し、雇用機会の拡大、賃金の上昇、配当の増加とい う様々なチャネルを通じて、脱デフレの果実が最終的に国民に還元される、真の好循環が実現することとなる。

### 日本企業のROE・PER・PBR

- 日本企業のROE(自己資本利益率)は、欧米と比べて未だ低水準である。
- PER(株価収益率)も同様であり、結果としてPBR(株価純資産倍率)も 欧米と比べて低水準である。



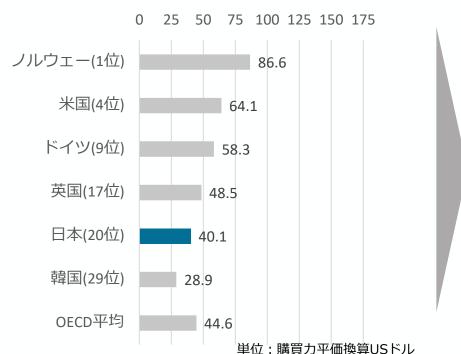
<sup>(</sup>注1) 調査対象は、日本はTOPIX500のうち403社、米国はS&P500のうち344社、欧州はBE500のうち305社(金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く)。 S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く。「2009」~「2023」は、企業の事業年度を指す(例 2024年3月期決算の企業のPBRは「2023」に反映。)

<sup>(</sup>注2) ROE=純利益/純資産額(期首期末平均)\*100、PER=時価総額/当期純利益、PBR=時価総額/純資産額(左記はすべて時価総額加重平均によるもの)(出所)経済産業省「持続的な企業価値向上に関する懇談会(座長としての中間報告)」(2024年6月)

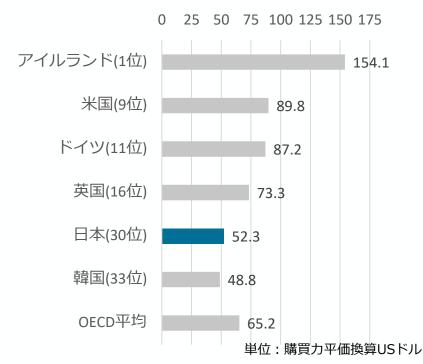
### 日本の労働生産性

• ここ10年間でOECD加盟諸国における、日本の時間当たり労働生産性は20 位(34カ国中)から30位(38カ国中)に低下している。

### OECD加盟諸国の時間当たり労働生産性 (2012年度)



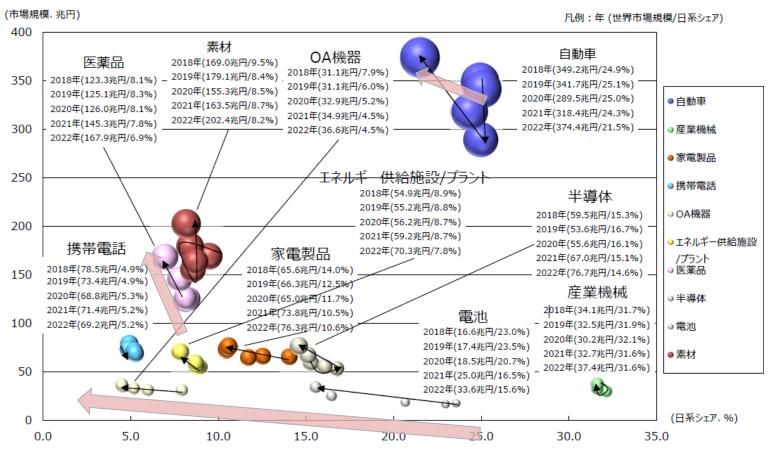
### OECD加盟諸国の時間当たり労働生産性 (2022年)



### 日本企業の国際競争力①

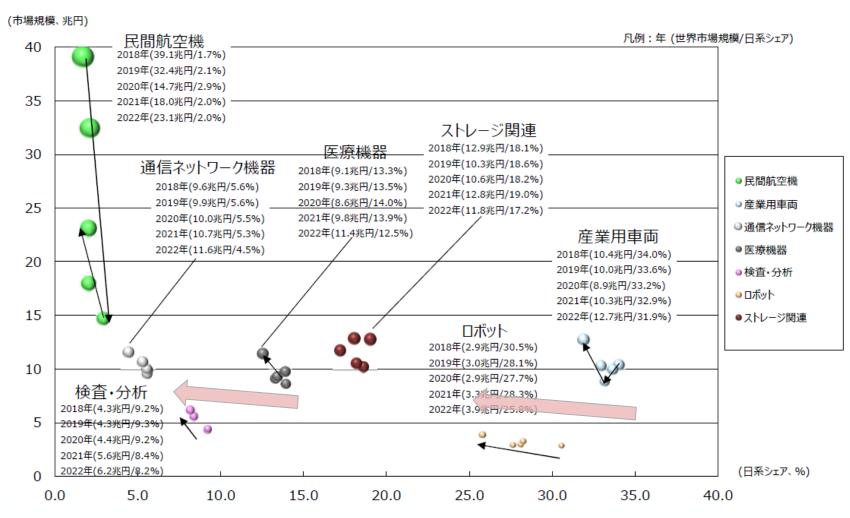
日本企業の主要製品の市場占有率は過去5年間で低下傾向にある。

### 2018年~2022年カテゴリ別市場規模及び日系シェア推移(30兆円以上)



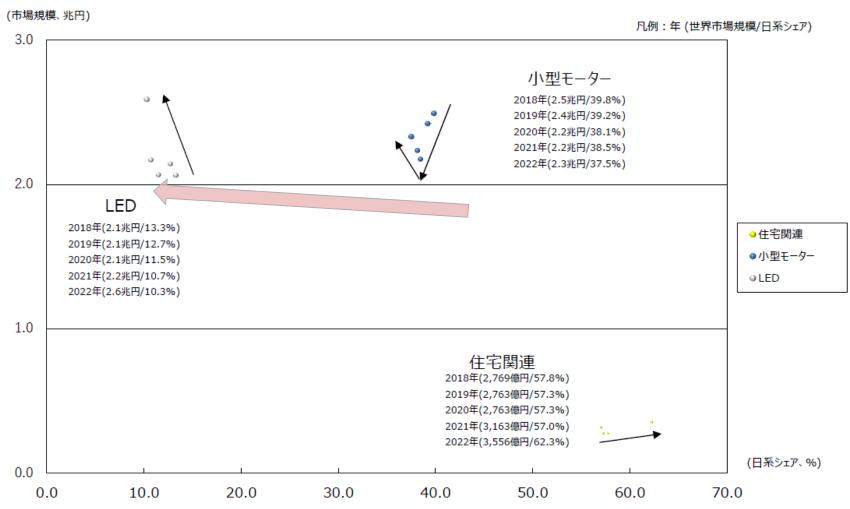
# 日本企業の国際競争力②

### 2018年~2022年カテゴリ別市場規模及び日系シェア推移(3兆円~30兆円)



### 日本企業の国際競争力③

#### 2018年~2022年カテゴリ別市場規模及び日系シェア推移(3兆円未満)



# (参考) イノベーションランキング

ここ9年間でBCGの行ったイノベーションに優れた企業に関するランキングにおいて、トップ50にランクインした日本企業数は減少している。

# The Most Innovative Companies (2014年)

日本企業:5社/最高8位

	1 to 10		11 to 20		21 to 30		31 to 40		41 to 50
1	Apple	11	Hewlett-Packard	21	Volkswagen	31	Procter & Gamble	41	Fast Retailing
2	Google	12	General Electric	22	3M	32	Fiat	42	Wal-Mart
3	Samsung <sup>1</sup>	13	Intel	23	Lenovo Group	33	Airbus	43	Tata Group
4	Microsoft <sup>2</sup>	14	Cisco Systems	24	Nike	34	Boeing	44	Nestlé
5	IBM	15	Siemens	25	Daimler <sup>3</sup>	35	Xiaomi Technology	45	Bayer
6	Amazon	16	Coca-Cola	26	General Motors	36	Yahoo	46	Starbucks
7	Tesla Motors	17	LG Electronics	27	Shell	37	Hitachi	47	Tencent Holdings
8	Toyota Motor	18	BMW	28	Audi	38	McDonald's	48	BASF
9	Facebook	19	Ford Motor	29	Philips	39	Oracle	49	Unilever
10	Sony	20	Dell	30	SoftBank	40	Salesforce.com	50	Huawei Technologies

# The Most Innovative Companies (2023年)

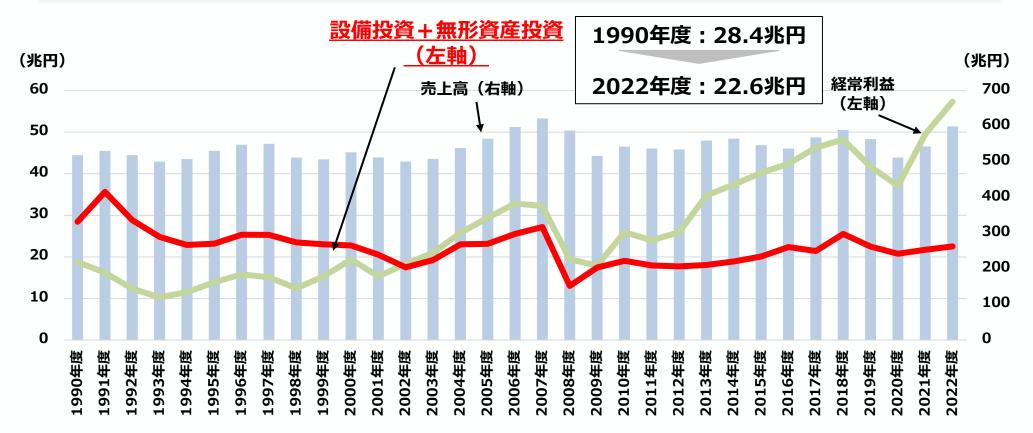
日本企業: 3社/最高31位



(注) 世界各国の広範な業種の経営幹部を対象に、イノベーションに優れた企業や自社のイノベーションへの取り組みについて訊ねた調査(2022年12月と2023年1月に実施)。ランキングの作成にあたっては、企業のパフォーマンスを4つの項目(①全回答者からの得票数、②自社の業界からの得票数、③異業種からの得票の多様性指数(ハーフィンダール・ハーシュマン指数)、④2020年1月1日から2022年12月31日までの3年間のTSR(株主総利回り、自社株買いを含む))で評価し、スコアの平均を取っている。

### 日本企業の設備投資・無形資産投資

・企業の成長の源泉となる設備投資・無形資産投資は30年前から減少しており、ここ10年間でも横ばい。

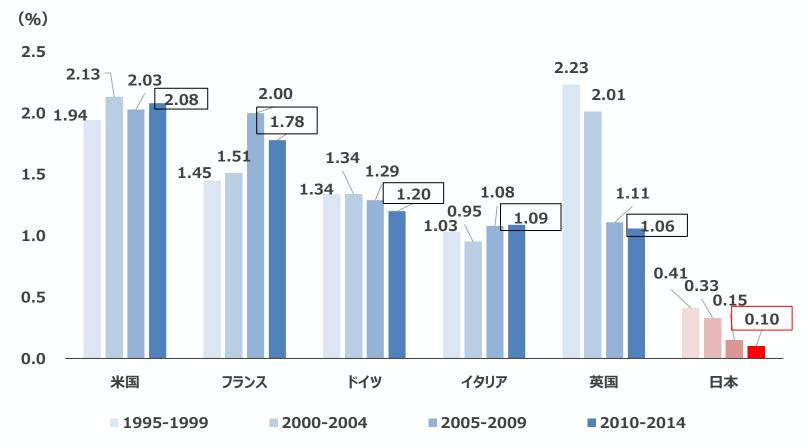


<sup>(</sup>注) 全業種(金融・保険業除く)、資本金10億円以上の企業の集計。 設備投資+無形資産投資には、土地を除く有形固定資産、ソフトウェア、ソフトウェアを除く無形固定資産(のれん、特許権等)が含まれる。 無形資産投資は、ソフトウェアとソフトウェアを除く無形固定資産について、当該年度の固定資産残高から前年度の固定資産残高を差し引いた値として算出している。 (出所)財務省「法人企業統計調査」

### (参考)日本企業の人的資本投資

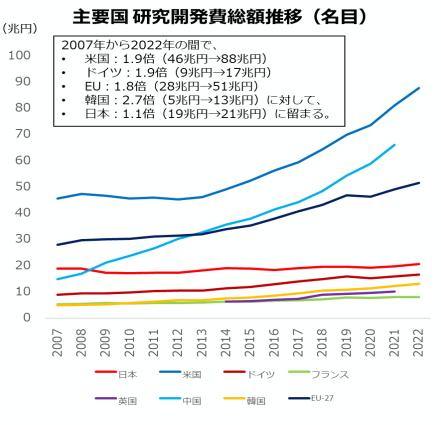
• 日本企業のOJT以外の人材投資(GDP比)は、諸外国と比較して低い。

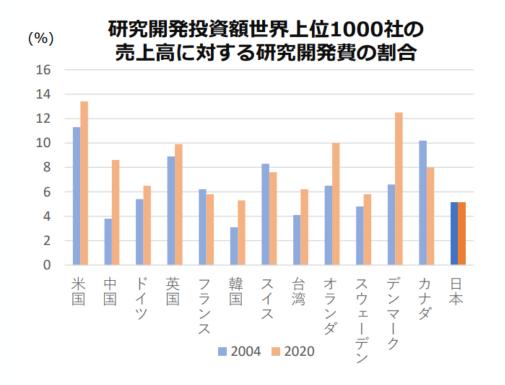
### 人材投資(OJT以外)の国際比較(GDP比)



# (参考)日本企業の研究開発費

・諸外国の研究開発費は、国単位の総額や企業単位の売上高に対する割合が 増加しているのに対し、日本はいずれも横ばい。





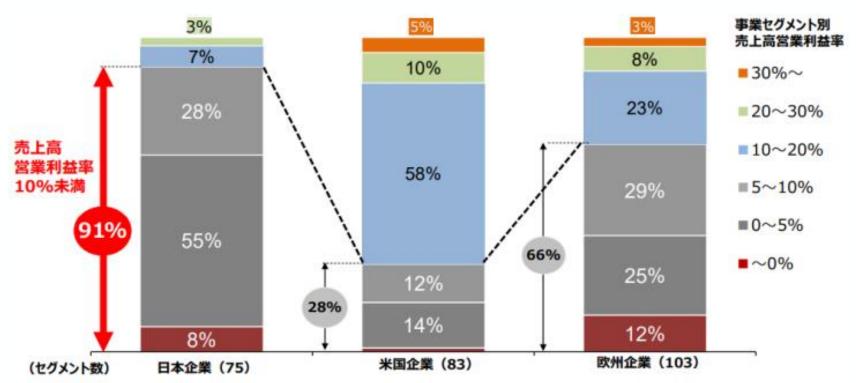
※ 研究開発投資額世界上位1,000社にランクインしている各国企業の売上高に占める 研究開発投資額の割合

出所: Motohashi, K. "Innovation in Japan: Current status and future perspectives"

### 日本企業の事業セグメント別の利益率

日本企業における売上高に占める低収益セグメント事業の割合は、欧米に 比べて高い。

### 事業セグメント別の利益率の分布

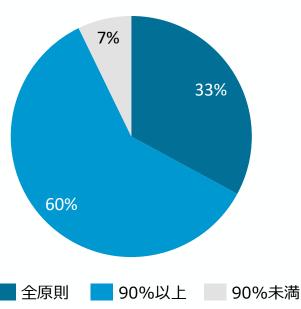


【出所】Bloombergデータベースを元に、デロイトトーマッコンサルティング作成した資料を経済産業省にて加工。事業セグメント別売上高・営業利益の両方を、06-13年度の8期連続で取得可能な世界連結売上TOP500の中から、各国別多角化度(ハーフィンダール指数)上位50%、海外売上高比率20%以上の企業を対象に分析。

### 日本企業のCGコードのコンプライ率

- ・ 東証プライム上場会社の大半は90%以上の原則をコンプライしている。
- 他方、各原則の趣旨を踏まえてコンプライ・オア・エクスプレイについて 十分検討せず、コンプライが目的化している企業もあるのはないか。

### 東証プライム上場会社の CGコードのコンプライ率



(注) 2022年7月時点

(出所)東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2023 (データ編) | (2023年3月) のデータを基に作成。

### コンプライ・オア・エクスプレインの考え方

- コードの原則に掲げられた具体的な施策は、原則の目 標・理念を実現するための一般的な手法(=ベストプラ クティス) であり、**自らの個別事情に照らして実施する** ことが適切でないと考える原則があれば、それを「実施 しない理由」を十分に説明することも想定しています。
  - ※ 積極的なエクスプレインは、形だけのコンプライより **も、評価に値するケースも少なくないとの指摘**もあり ます。(「スチュワードシップ・コード及びコーポ レートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意 見書(1)参照)
- こうした観点から、「エクスプレイン」においては、自 社の考え方や取組みの状況が投資者に理解されるよう十 分に説明することが重要ですが、昨今例えば、「検討 中」という説明のまま、数年間も放置している事例がみ られるなど、**コンプライ・オア・エクスプレインが形骸** 化しているとの指摘もなされています。

(出所)東京証券取引所「建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント・事例につい 19 て (2023年3月31日)

# (参考) CG改革に関する企業・有識者の声

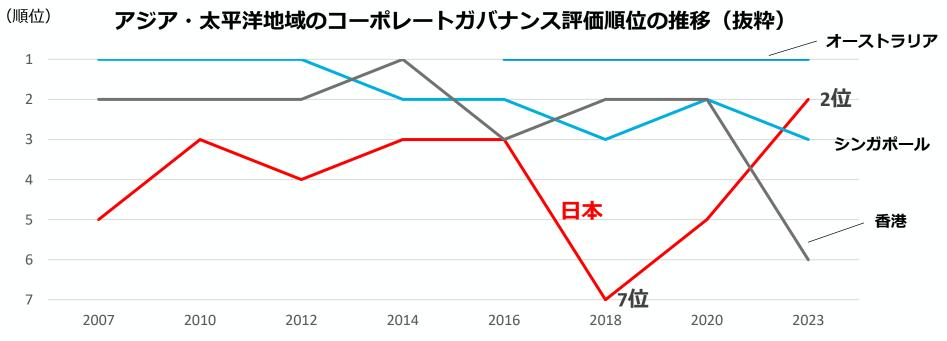
- 日本のCG改革は特に形式面において進展が見られている一方、実質面が伴っていない企業が依然として存在するとの意見がある。
- CG改革は企業自身の成長のために行うものであることを理解した上で進めることが重要であるとの指摘もある。

#### コーポレートガバナンス改革の現状・課題認識に関するコメントの要旨

- ■【有識者】コーポレートガバナンス改革は少なくとも形式的には大きく進捗を見せている。もっとも、**形式的にはコーポレートガバナンス改革に積極的に取り組んでいるように見える企業においても、実態が伴ってないようなケースも存在**する。コーポレートガバナンス改革を実効的なものにしていくためには、実際に会社を動かしている会長・社長の意識が重要になってくる。
- ■【有識者】一部の企業には、「投資家のためになぜガバナンス改革をしなければならないのか」と考える経営者もいる。例えば、 サクセッション・プランの策定は人材要件を作って育成して選抜するという、企業自身の成長のために当然必要であることにもかか わらず、「なぜ上場市場にいるだけなのにそんなことをやらなければならないのか」というスタンスの企業もある。**コーポレートガ バナンスの実質化は企業自身の成長ためであるということを理解することが重要**である。
- ■【企業】当社は、早くから指名委員会等設置会社にするなど、**コーポレートガバナンスの形は整えてきた**。しかし実質的なガバナンスの改善に対する過去の取り組みには反省点があると考えている。**現在は実質的なガバナンス向上を追求していきたい**と考えて取り組んでいる。正しいステップを踏めているか、という点が重要であり、**単純な形式や数値の充足にとどまらないように取り組む**。

# (参考) CG改革の評価(ACGA)

アジア企業統治協会(ACGA)が発表しているアジア・太平洋地域のコーポレートガバナンスランキングにおいて、日本は2018年時点では7位(全12の国と地域)にとどまっていたが、最新(2023年)のランキングでは2位に上昇。



(注) オーストラリアは2016年から調査対象。本ランキングは、7つのカテゴリー(①Government and public governance、②Regulators 、③CG rules、④Listed companies、⑤Investors、⑥ Auditors and audit regulators、⑦Civil society and media)の評価に基づき、ランク付けがなされてている。

(出所) The Asian Corporate Governance Association 「CG Watch 2023」 「CG Watch 2020」 「CG Watch 2018」 「CG Watch 2016」 「CG Watch 2014」 「CG Watch 2012」 「CG Watch 2018」

Watch 2010 | CG Watch 2007 |

# (参考) CG改革の評価(海外機関投資家)

- ・ 金融庁の設置するジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおいても、CG改革が形式的に進捗している点は評価されている。
- ・他方、CG改革の意義を理解していない企業や、企業価値向上ではなく企業 の存続に重点をおいて議論されている企業が多いことが指摘されている

### ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラム(※)における海外投資家の意見

- 2014年に社外取締役を1/3以上置く企業はわずかだったが、現在は多くのプライム市場上場企業で1/3以上となっており、コーポレートガバナンスの**形式面での進歩は評価**。
- コーポレートガバナンス改革は企業価値の向上を目的として進められてきたが、まだ**日本企業はコーポレート** ガバナンス改革の意義を理解しておらず、形式的なものと捉えているように感じる。
- 中小の上場企業ではアクション・プログラムについてこれない企業も多いのではないか。**コーポレートガバナンス改革について頭では分かっているが、腹落ちしていない企業も多い**。
- 日本企業の取締役会は、**企業価値向上よりも、企業の存続可能性により重点を置いている**ように見える。
- (※) コーポレートガバナンス改革を加速化し強化するため、海外投資家を含むステークホルダーから幅広く意見を聞く場として、金融庁が設置したフォーラム。 2023年4月移行、全5回にわたり、ACGAやICGNを含む海外投資家から意見を聴取。
- (出所) 金融庁・東京証券取引所 スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第29回)「事務局説明資料」、「事務局参考資料①」、「事務局参考 資料② |

### (参考) ICGNのコンプライに関する考え方

国際コーポレートガバナンスネットワーク(ICGN)の意見書においても、 CGコードのコンプライのみを求めるのではなく、コードをコンプライしない場合は十分な説明や、合理的な代替措置をとることに肯定的である。

#### ICGNによる意見書(抜粋)

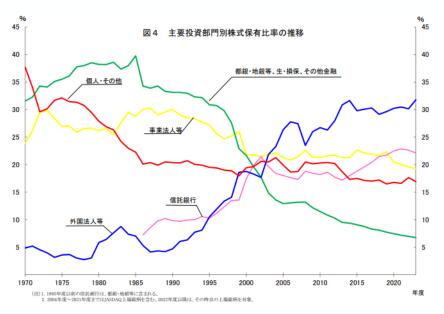
1. General observations on the application of corporate governance principles. (中略)

A Corporate Governance Code can facilitate this dialogue by setting high standards of practice, notwithstanding that, on occasion, there may need to be deviation to certain code principles. In such cases, the concept of 'comply or explain' is useful allowing companies to explain their rationale in the event that a company deviates from a code principle or needs additional time to comply. This approach allows for flexible application of the code in accordance with the individual circumstances of the company. In this regard ICGN encourage companies to provide meaningful explanations for code deviations and the rationale for the alternative approach.

### 日本企業の株式保有構造の変化

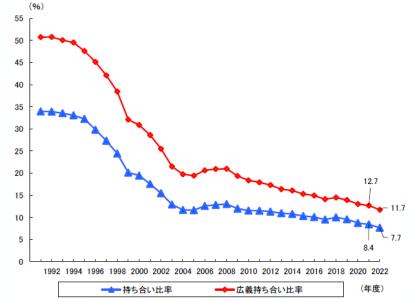
- 過去30年において、日本の上場会社におけるいわゆる安定株主と機関投資 家の株式保有比率は逆転している。
- 政策保有株式(株式持ち合い)の比率は減少傾向にある。

#### 主要投資部門別株式保有比率の推移



(出所) 東京証券取引所等「2023年度株式分布状況調査の調査結果について」 (2024年7月2日) から抜粋。

#### 「株式持ち合い」比率の時系列推移



(注) ここでの「持ち合い比率」は、上場会社(ただし、上場保険会社を除く)が保有する他の上場会 社株式(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし、子会社及び関連会社株 式を除く)。「広義持ち合い比率」は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。 (出所)野村資本市場研究所(西山健吾)「我が国上場企業の株式持ち合い状況(2022年度)」

### 独立社外取締役の選任状況

• ほぼ全てのプライム市場上場会社において独立社外取締役を3分の1以上を 占めている。

#### 独立社外取締役を3分の1以上選任している会社の割合



# (参考) 独立社外取締役が過半数の上場会社

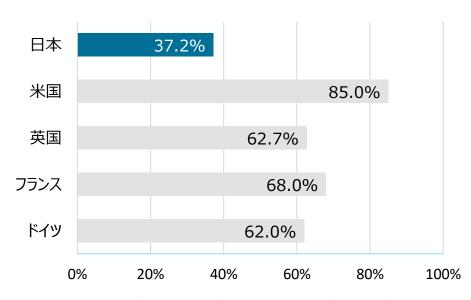
- 過半数の独立社外取締役を選任するプライム市場上場会社の割合は増加傾向にあり、約20%である。
- 欧米諸国と比較すると、社外取締役の割合は低い。

#### 独立社外取締役が過半数の上場会社の割合

#### 25.0% 20.3% 20.0% 15.9% 15.0% 12.1% 10.0% 7.7% 6.0% 4.3% 5.0% 3.2% 0.0% 2018年 2021年 2022年 2023年 2024年 市場第一部 プライム市場

### (出所)東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」(2024年7月24日)のデータを基に作成。

#### 主要国の社外取締役の割合



(注)各国の集計対象は、日本がTOPIX100社(2022年)、アメリカがS&P500社(2022年)、イギリスが FTSE100社+FTSE250で上位50社の合計150社(2022年)、ドイツがDAX30社(2022年)、 フランスがCAC40社(2019年)

(出所) ボストンコンサルティンググループによる委託調査報告書「令和3年度産業経済研究委託調査事業 『コーポレートガバナンス改革に係る内外実態調査』」(2022年3月)のデータを基に作成。 26

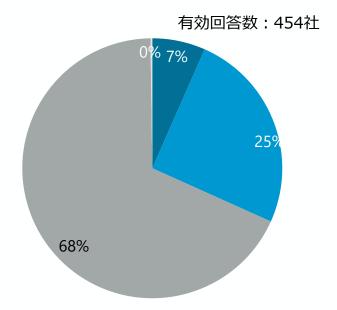
### (参考) 独立社外取締役比率についての方針

約7割のプライム市場上場会社は、今後の方針として「1/3以上1/2以下」 と考えており、多くが現在の比率を維持する方針となっている。

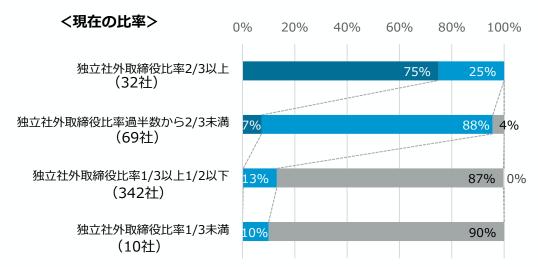
### 取締役会に占める独立社外取締役の比率についての今後の方針

※プライム市場上場会社のみ集計

独立社外取締役比率2/3以上 独立社外取締役比率過半数から2/3未満 独立社外取締役比率1/3以上1/2以下 独立社外取締役比率1/3未満



#### 【参考】現在の独立社外取締役比率ごとの回答



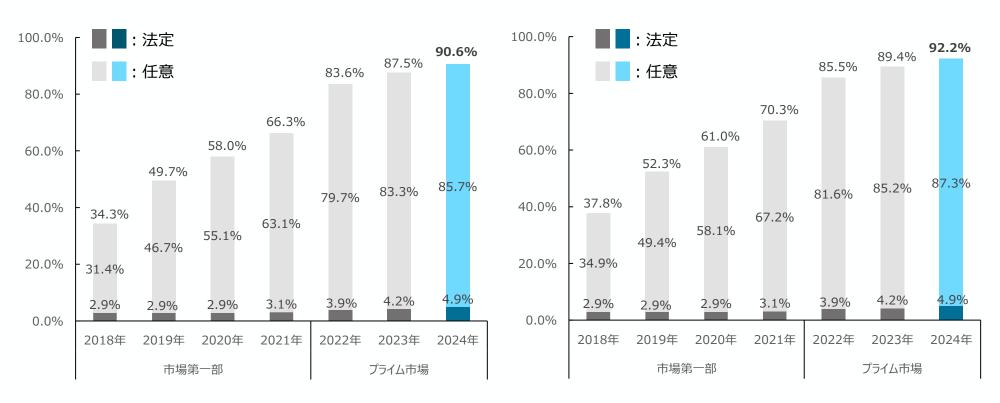
(注) アンケートにおいて現在の社外取締役比率についての回答がなかった企業は集計対象外。

### 指名委員会・報酬委員会の設置

・ 法定又は任意の指名委員会・報酬委員会を設置しているプライム市場上場 会社の割合は、いずれも9割超となっている。

#### 指名委員会を設置している上場会社の比率

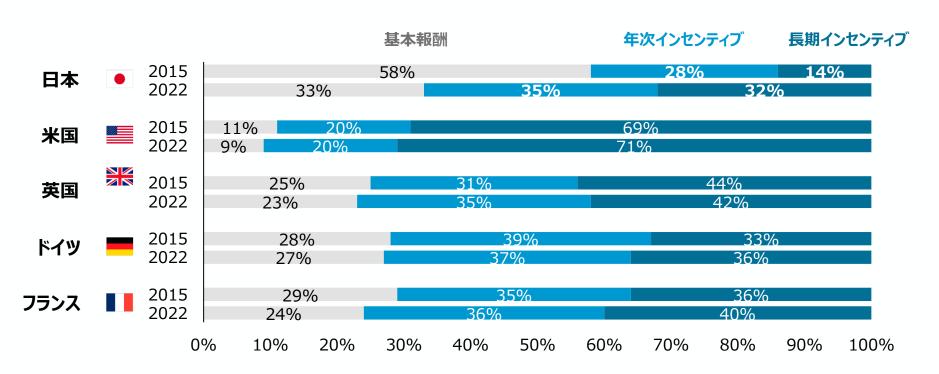
#### 報酬委員会を設置している上場会社の比率



### CEO報酬の構成比

• 大企業のCEOの変動報酬比率は約6~7割、長期インセンティブ報酬(主に株式報酬) 比率は約3割まで上昇している。

#### CEOの報酬の構成比の各国比較



### 取締役会の実効性評価により見つかった課題

約6割の企業が、取締役会の実効性評価により見つかった課題として、 「中長期的な経営戦略に対する議論」を選択した。

#### 取締役会の実効性評価により見つかった課題

#### ※プライム市場上場会社のみ集計

有効回答数:401社

取締役会の議題選定・議題数 取締役会の議論の活発化 取締役会の運営(スケジュール、資料、議題数など) 取締役会の規模・構成(多様性等) 取締役会の開催頻度・出席率 中長期的な経営戦略に対する議論 グループガバナンス 社長・CEOや取締役の指名・後継者計画 社長・CEOや取締役の報酬に対する評価 指名委員会、報酬委員会、監査委員会等との連携 役員に対するトレーニング 社外取締役へのサポート・情報提供 株主・投資家との関係 監査・内部統制・リスク管理体制 利益相反取引の管理 課題は検出されなかった



(注) 「取締役会実効性評価を実施していない」と回答していない企業のみ回答

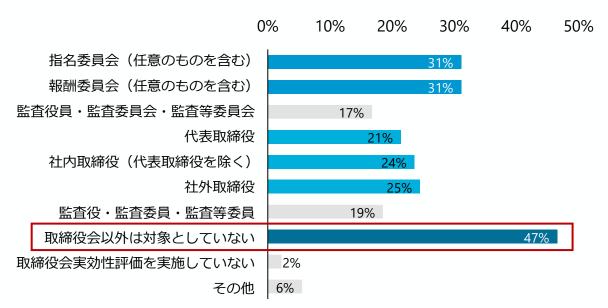
### 取締役会の実効性評価の対象

- 取締役会以外を実効性評価の対象としていない企業が約半数である。
- ・委員会や取締役個人を実効性評価の対象としている企業はいずれも約2~ 3割にとどまっている。

#### 取締役会の実効性評価の対象

※プライム市場上場会社のみ集計

有効回答数:453社



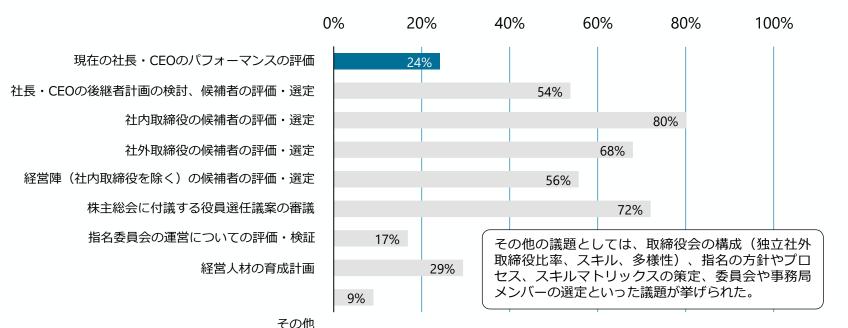
### 社長・CEOのパフォーマンス評価

• 指名委員会において、現在の社長・CEOのパフォーマンスの評価を行っている企業は約2割にとどまっている。

#### 指名委員会の付議事項

#### ※プライム市場上場会社のみ集計

有効回答数:422社



(注) 「法定又は任意を含む委員会を設置している」と回答した企業のみ回答

# 事業ポートフォリオの議論状況等

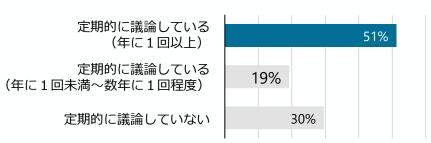
- 取締役会で事業ポートフォリオについて、定期的に年1回以上議論することとしている企業は約半数である。
- 事業部門/セグメントごとに資本コストを算出している企業は約2割、資本収益性を算出している企業は約3割にとどまっている。

### 取締役会での事業ポートフォリオの議論状況

#### ※プライム市場上場会社のみ集計

有効回答数:453社

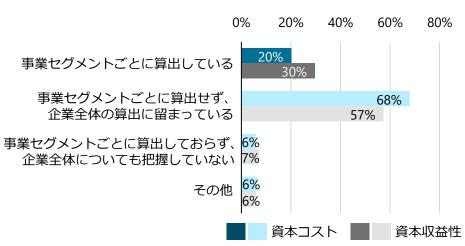
0% 10% 20% 30% 40% 50% 60%



### 事業部門/セグメントごとの 資本コスト・資本収益性の算出状況

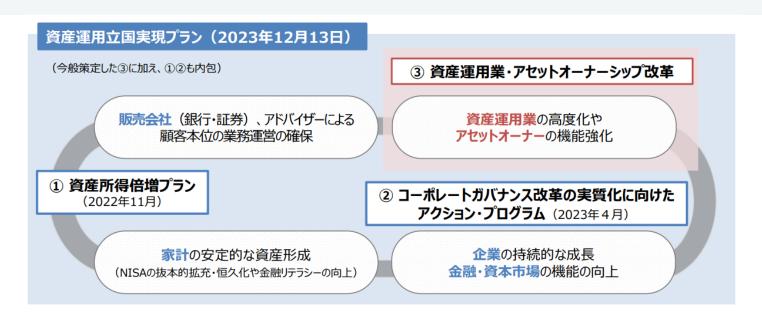
※プライム市場上場会社のみ集計

有効回答数:452社



# (参考)資産運用立国実現プラン

- ・政府は「資産運用立国」として、我が国の家計金融資産の半分以上を占める現預金が投資に向かい、企業価値向上の恩恵が家計に還元されることで、 更なる投資や消費に繋がる、成長と分配の好循環の実現を追求。
- CG改革についても、資産運用立国を実現し、我が国経済の成長と国民の資産所得の増加につなげるための1ピースとして位置づけられている。



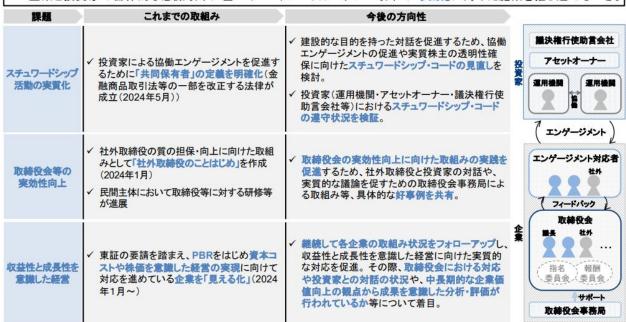
(出所)金融庁「資産運用立国実現プラン(概要)」 34

# (参考) アクション・プログラム2024

2024年に金融庁が策定した「アクション・プログラム」において、取締役会等の実効性向上について、課題や方向性が提示されている。

#### コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024(抜粋)

- 2023年4月に策定した「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」を踏まえ、これまでに様々な取組みを実施。こうした取組みをフォローアップし、継続的に今後の方向性を検討する必要。
- ▶ 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上という目的に立ち返り、具体的な取組みの検証や共有を通じて、企業と投資家の自律的な意識改革に基づくコーポレートガバナンス改革の「実践」に向けた施策を推し進めるべき。



(出所)金融庁「アクション・プログラム2024概要」

## (参考) 東京証券取引所:今後の施策(1/2)

東証では、資本コストや株価を意識した経営や投資家との対話を通じた企業価値向上に取り組むことが当たり前となる市場を目指し、引き続き市場 運営者として環境整備に注力する方針を示している。

#### 要請から1年の振返りと今後の方針

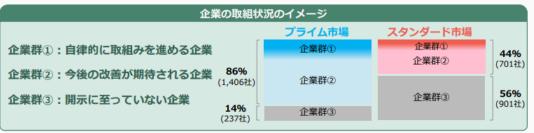
- ◆ 多くの企業で開示が始まるなど、取組みへの着手が進んでいるものの、取組みを進める 企業においても投資者との目線にズレがあるなど課題が存在。また、開示に至っていな い企業もおり、**改革は始まったばかり**
- ◆ 東証は、上場企業が、資本コストや株価を意識して企業価値向上に取り組むことが当たり前となる市場を目指す
- ◆ 今後の取組みを進めるにあたり、東証は、市場運営者の立場として、上場企業と投資者 との建設的な対話を通じて企業価値向上が図られるための環境整備に更に注力
- ◆ その結果、上場維持コストが増加し、非公開化という経営判断が増加することも想定されるが、そうした判断も尊重。東証は、日本市場の魅力向上に向けて、上場企業の数ではなく質(投資者の期待に応えた企業価値向上の実現)を重視
- ◆ 上場企業のみならず、機関投資家に対しても、短期的・表面的な視点のみに偏らず、中 長期的な企業価値向上を支えるという視点で、上場企業との対話に臨んでもらうよう働 きかけ
- ◆ 今後の進捗を測る評価軸として、PBR・ROE・時価総額・成長性など定量的な指標 (国際比較含む)に加え、上場企業の取組み・開示内容や国内外の投資者の評価を定性 的に把握し、全体の進捗をレビュー

## (参考) 東京証券取引所:今後の施策(2/2)

• 東証では「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する企業の取組状況に応じて3つのグループに分類し、それぞれの課題に適したアプローチを行う方針を示している。

#### 今後の対応:企業の取組状況に応じたアプローチ

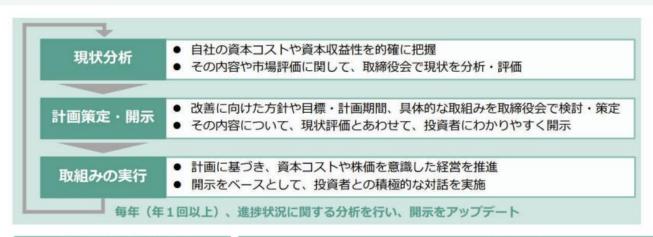
◆ 企業の対応状況(参考1)や投資家等へのヒアリング結果(参考2)を踏まえると、企業の取組状況は 大きく3つのグループに分かれる



- ▶ 企業群②の課題は、上場企業の目標や取組みが投資者の期待に応えたものとなっていないなど投資者との目線にズレがあることや、投資者とのコミュニケーションを十分に行えていないことなど
- ▶ 企業群③の課題は、IR体制の未整備を理由に投資者との対話に応じないなど、上場会社として備えるべき、投資者に向き合う姿勢・体制が確保されていない企業も存在し、その要因として、支配株主等の存在により市場からのプレッシャーを感じにくいことなど
- ◆ 日本市場全体の価値向上を図る観点から、企業群①の取組みを引き続き後押ししつつ、企業群②に焦点を当てた促進・サポート策を講じていくことが重要
- ◆ 企業群③に対しては、上場会社として市場と向き合う姿勢・体制の構築を促していくことや、少数株主 保護の観点からの取組みを推進していく必要

## (参考) 資本コストや株価を意識した経営

・東証は、上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現」を要請している。



#### 分析・評価の観点 (例)

資本コストを上回る資本収益性 を達成できているか、達成でき ていない場合には、その要因

資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、たとえばPBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因

#### ポイント

- 資本収益性の分析・評価にあたっては、WACCとの比較でROICを、株主資本コストとの比較でROEを利用することなどが考えられます。
- また、全社での分析・評価に加えて、事業セグメントごとにROIC等を算出して、資本収益性の分析・評価を実施することも考えられます。
- 資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、PBRが1倍を割れているなど十分な水準に達していない場合には、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆されます。
- PBR・PER等は、時系列の変化や、同業他社との比較などの観点でも、自社の現状について分析・評価することが考えられます。

## 1. CGに関する議論の方向性 (2)企業が抱える主な課題

## 企業が抱える主な課題①:CGについての考え方

• CGに関するビジョン共有が不十分、監督と執行の在り方(監督の定義を含む)の整理が困難といった課題に加え、社外取締役が経営戦略に貢献できるか疑問といった課題が確認された。

企業・有識者へのヒアリング結果(「CGについての考え方」に関する課題)

区分	ヒアリング結果
企業	ガバナンスについて、現在の経営陣が見ているビジョンと、現場やコーポレートスタッフが思い描いているビジョンが 同じなのか違うのか分からない。ベクトルを合わせる作業がこれから必要なのではないか。
企業	取締役と執行役の距離感については引き続き検討していくべき課題と考えている。 <b>監督と執行が分離されすぎてしまうと、監督サイドに必要な情報が提供されないこととなり、モニタリングボードにおける監督や助言・提言の実効性がむしろ下がってしまうのではないか</b> ということを懸念している。
企業	「 <b>監督」がなにを意味するのかについて社外取締役ごとの理解が一致していなかった</b> 。そのため細かいポイントを議論 したがるような社外取締役もいた。
企業	非常勤の社外取締役と、社内取締役では情報格差があるため、 <b>非常勤の社外取締役には、中長期の戦略・方針を決める 重要なファクターについて、適切な評価・判断ができないのではないか</b> 。また、非常勤の社外取締役が、人を評価する ことにも限界があるので、指名において果たす役割についても限界があるのではないか。
企業	執行側がリスクを適切に管理しながら、経営計画のとおりに進んでいれば取締役会としては何も言うことはないが、 <b>業務執行についてリスクが検出された場合に、取締役会としてどの程度踏み込んで、助言・提言をしていくべきか</b> という点は難しい論点だと考えている。

## 企業が抱える主な課題②:社外取締役の質

社外取締役が執行の細かい部分にまで指摘をする、執行のリスクテイクを 抑制するといった課題が確認された。

#### 企業・有識者へのヒアリング結果(「社外取締役の質」に関する課題・障壁)

区分	ヒアリング結果	
有識者	社外取締役から重箱の隅をつつくような変な指摘がなされることも少なくない。	
企業	当社の取締役会は、「大きな方向性を示すこと」と「リスクテイクを促すこと」を目指しているが、取締役会や社外取締役が執行のリスクテイクを促すことについてはまだまだ課題と感じている。 <b>執行側は挑戦の意欲がある場合でも、監督する取締役会ではリスクの指摘に重点が置かれてしまう</b> ことがある。	

## 企業が抱える主な課題③:取締役会の実効性

• 取締役会での中長期的な経営戦略の議論が不十分、取締役会の実効性評価 が事務局任せになっている、取締役の個人評価が困難といった課題が確認 された。

企業・有識者へのヒアリング結果(「取締役会の実効性」に関する課題)

区分	ヒアリング結果		
企業	中長期的戦略・ポートフォリオの議論が、取締役会において十分な時間が取れていないことが実効性評価で課題に る。原因としては <b>毎回の取締役会で消化しないといけない事項が多すぎる</b> ことだ。報告事項が非常に多い。		
有識者	<b>実効性評価により課題に対して誰が対応するべきかが明確になっておらず事務局任せである</b> のが現状である。課題に確実に対処するためには、課題への対応は誰がやるのかを開示すべきである。		
企業	現状、 <b>取締役会において議論すべき粒度が定まっていない。実効性評価においては、戦略に関する議論について高い評価となっており表面的には問題になっていないが、事務方としては問題意識</b> を持っている。		
企業	取締役会の実効性評価の個人評価を実施するかはまだ検討中である。理由は、特に社外取締役はそれぞれ専門性が異なっていたり、求められる役割が異なっているため、画一的な基準を定めて評価することが難しいからだ。		

(出所) 企業・有識者に対して行ったヒアリングより作成

## 企業が抱える主な課題④:役員指名の在り方

・ 社長・CEOの再任・不再任(解任)の仕組みが構築されていない、社外取締役人材が不足しているといった課題が確認された。

#### 企業・有識者へのヒアリング結果(「役員指名の在り方」に関する課題)

区分	ヒアリング結果		
有識者	指名委員会において、 <b>適切なタイミング・プロセスでCEO解任ができているかと言われると、肌感覚としては相当できていない印象</b> だ。いつも伝家の宝刀を抜けとは言わないが、抜ける刀を持っていることが大事。		
企業	<b>社外取締役人材の不足が課題である。</b> 国内の人材はすでに複数の企業を兼任していることが多く、打診しても断られることが多い。		

(出所) 企業・有識者に対して行ったヒアリングより作成

## 企業が抱える主な課題⑤:事務局の体制

• 取締役会事務局の負担が増大しているといった課題が確認された。

#### 企業・有識者へのヒアリング結果(「事務局の体制」に関する課題)

区分	ヒアリング結果
企業	取締役間の議論に注力できるよう、各取締役に事前説明を行うなどの工夫をしているが、それによって、 <b>以前より事務局の負担は非常に大きくなった</b> と思う。

## 企業が抱える主な課題⑥:会社法制

 従業員や子会社役職員への株式の無償発行できないことや、指名委員会等 設置会社の会社法における設計が障壁となっているといった課題が確認さ れた。

企業・有識者へのヒアリング結果(「会社法制」に関する課題)

区分	ヒアリング結果	
企業	現物出資の構成ではなく、直接的に <b>執行役員・従業員や子会社の役職員に対して株式の無償発行ができないことが、執行役員・従業員や子会社の役職員に対する株式報酬の付与の障壁</b> となっている。	
企業	取締役会の選任議案について、 <b>社外取締役を過半数にするのであれば、一部の委員会ではなく取締役全員で議論すべきなのではないか、という論理のもとで指名委員会等設置会社は適切でない</b> と考えた。当社は社外取締役が取締役の過半数を占めているので、委員会に対して指名・報酬の決定権を与える必要がないと考えた。	

(出所)企業・有識者に対して行ったヒアリングより作成

## 企業が抱える主な課題の解決策(例)

- ・企業が抱える課題を解決するためには、自社のCGの在り方についての議論 や個々の仕組みの整備、会社法改正等の取組が必要である。
- 個々の仕組みの実効性を確保するには、自社のCGの在り方を踏まえ、個々の仕組みの必要性や関係性を意識して設計する必要があるのではないか。

#### 企業が抱える主な課題と解決策(例)

分類	企業が抱える主な課題	解決策 (例)	
CGについての考え方	<ul><li>✓ CGに関するビジョン共有が不十分</li><li>✓ 監督と執行の在り方(監督の定義含む)の整理が困難</li><li>✓ 社外取締役が経営戦略に貢献できるか疑問</li></ul>	✓ 自社のCGの在り方(社外取締役の役割 /監督の定義を含む)についての議論	
社外取締役の質	<ul><li>✓ 社外取締役が執行の細かい部分にまで指摘</li><li>✓ 社外取締役が執行のリスクテイクを抑制</li></ul>	<ul><li>✓ 社外取締役を選任する仕組みの整備</li><li>✓ 社外取締役の研修等の仕組みの整備</li></ul>	
丽统纪令小字动此	✓ 取締役会での中長期的な経営戦略の議論が不十分	✓ 取締役会の役割を踏まえた議題の見直し ✓ CEO・経営陣への権限委譲範囲の拡大	
取締役会の実効性	<ul><li>✓ 取締役会の実効性評価が不十分</li><li>✓ 取締役の個人評価が困難</li></ul>	✓ 実効性評価の目的を踏まえた実施内容の 整備	
役員指名の在り方	✓ 社長・CEOの再任・不再任(解任)の仕組みが未構築 ✓ 社外取締役人材が不足	✓ 社長・CEOの再任・不再任基準(解任基 準)/評価の仕組みの整備 ✓ ボードサクセッションの仕組みの整備	
事務局の体制	✓ 取締役会事務局の負担が増大	✓ 事務局のリソースの確保	
会社法制	<ul><li>✓ 従業員や子会社役職員への株式の無償発行が不可</li><li>✓ 指名委員会等設置会社の指名委員会の指名権限の強さ</li></ul>	✓ 会社法の改正	

てGの 在り方を 踏まえて 設計

## (参考)課題が生じている原因の特定(例)

• 「社外取締役が執行の細かい部分にまで指摘をする」といった課題がある場合、それが生じている原因は企業の状況によって異なるため、まずは、 それが何が原因で生じているかを特定する必要があるのではないか。

#### 課題が生じている原因として考えられる内容(例)

#### 【課題】

社外取締役が執行の 細かい部分にまで指摘をする

> 単に社外取締役の資質等 の問題だけとは限らない

#### 社外取締役の役割を明確化するための前提

▶ 積極的にCG改革に取り組んでいる企業において、 社外取締役により監督の意味についての理解 に差があり、細かい部分まで立ち入る社外取締 役がいたため、取締役全員で監督の意味について改めて議論し、共通認識を持った事例も。

#### CGに関する基本的な考え方

自社のCGの在り方や監督に関する考え方 についての共通認識がない?

具体的な 取締役会の体制

#### 社外取締役の役割・機能/資質・背景

✓ 期待する役割が明確化されていない?

#### 社外取締役の選任

- ✓ 必要な資質等を有する社外取締役を選任出来ていない?
- ✓ 期待する役割が合意できていない?

#### 社外取締役の評価/再任・解任

- ✓ 本人が自覚していない? 貢献しようという意欲がない?
- ✓ 自社の社外取締役として必要な資質等がない?

#### 社外取締役のサポート

✓ 十分な研修・トレーニング (会社の情報を含む)の機会が提供できていない?

## (参考)社外取締役の役割の共通認識

• 積極的にCG改革に取り組んでいる企業では、社外取締役の役割や監督の在り方等について共通認識を持つための取組を意識的に行っている。

#### 企業・有識者へのヒアリング結果

区分	ヒアリング結果
企業	合併を契機に <b>合併後のガバナンスを議論し、基本合意を策定</b> した。モニタリングモデルを基本方針として、取締役会の 監督機能強化(社外取締役比率の向上)や執行のスピードアップを図った。 <b>経営方針・戦略等、例外的に取締役会で議論する事項以外は、執行に権限委譲</b> することとした。 <b>監督の意味について社外取締役ごとに理解の差があり、細かい内容に立ち入る人もいた</b> ため、社外取締役ガイドラインを課題図書とし、 <b>取締役全員で議論</b> を行った。現在も <b>新任の社外取締役には、共通認識を持ってもらう</b> ようにしている。
企業	自社の環境を踏まえた、 <b>自社戦略を支えるコーポレートガバナンスの策定の文脈で、取締役会の機能強化も意識</b> している。新規着任したCEOが <b>社外取締役も巻き込み、取締役会のあるべき姿と論点を議論</b> した。ガバナンスは経営サイクル・経営改革そのもの。単に社外取締役を増やそうということでなく、どうすれば成長軌道に乗り企業価値向上に繋げられる体制を作れるか、取締役会でどのように議論を行えばいいのかが問題。 社外取締役について、いかに機能させるかが非常に重要。 <b>求めていることや、モニタリングの在り方を共有するのが大事</b> 。

# 1. CGに関する議論の方向性

(3)課題を踏まえた議論の方向性

## ① CG改革の成果と課題

- 政策保有株式の縮減、独立社外取締役の活用、委員会の設置等、日本企業 (上場企業)におけるCG改革は着実に進捗しており、これらが「稼ぐ力」 の強化に寄与した企業もあると考えられる。
- 他方、CG改革が形式的な対応にとどまり、事業PFの機動的な見直しや設備投資・無形資産投資(研究開発投資等)を通じ、グローバルな市場で売れるモノ・サービスを作り、「稼ぐ力」を強化するまでには至っていない企業も一定数あるのではないか。

#### 日本企業のCG改革の進捗

- 政策保有株式の縮減
- 独立社外取締役比率の増加
- 指名委員会/報酬委員会の設置
- 社長・CEOの後継者計画の策定
- 業績連動報酬比率の上昇
- 株式報酬の導入企業の増加

#### 日本企業の投資・事業動向

- 企業の成長の源泉となる設備投資・無形資産投資(研究開発費)は横ばい
- 低収益セグメント事業の割 合が高い

#### 日本企業の状況

- 欧米と比べて日本企業の ROE・PER・PBRは低水準
- 日本企業の国際的な地位は 低下

## ② 課題を踏まえた仮説と方向性

- ・企業において、CGが本来意図した形で機能せず、「稼ぐ力」の強化に至らない理由として、CGコードのコンプライが目的化する等、事実上、CG改革がコンプライアンス業務の一環として行われ、形式的な体制の整備にとどまっている可能性があるのではないか。
- CG改革をどのようにして「稼ぐ力」の強化に結びつけるかは、企業の置かれた状況等によって異なることから、企業それぞれが、これまで行ってきたCG改革を土台として、改めて、なぜCG改革に取り組むのか、そのために自社のCGはどうあるべきなのかについて十分議論し、そのための仕組みを作り上げることが必要なのではないか。
- そのためには、経営トップがCG改革を企業の競争戦略の軸の一つとして捉え、改革を推し進めることが求められるのではないか。

## (参考) 企業事例 味の素株式会社(1/2)

• CGを2030年のありたい姿を実現するための重要な経営基盤の一つと位置付け、実効性を高める観点から、どのようなCGを志向するか、取締役会と執行がどのような役割を担うかを明確化。

#### コーポレート・ガバナンスに関する基本方針

第2章 基本的な考え方(CGC 原則 2-1、2-2、2-3、3-1)

味の素グループは、**コーポレート・ガバナンスを、ASV経営を強化し、2030** 年のありたい姿を実現するための重要な経営基盤の一つと位置づけています。 2030 年に向け、フードシステムで繋がる健康栄養課題の解決とサステナビリ ティの推進にセットで取り組み、「10 億人の健康寿命の延伸」と「環境負荷 50%削減 | を実現していくために、ASV経営を加速させます。さらに ASV経 営の実効性を高めるため、「ステークホルダーの意見を反映させる適切な執行 の監督」と「スピード感のある業務執行」を両立し、監督と執行が明確に分離 している会社機関設計の指名委員会等設置会社を選択します。取締役会は多様 な取締役で構成し、企業価値を大きく左右する重要な経営事項を議論・検討す ることで大きな方向性を示し、執行のリスクテイクを支えるとともに、執行の プロセスと成果の妥当性を検証し、執行を適切に監督します。一方、執行は、 取締役会から大幅に権限委譲された最高経営責任者が中心となって、経営会議 において重要な業務執行の意思決定を行い、ワンチームで持続的な企業価値向 **上を実現**します。なお、取締役会と経営会議の意思疎通を密接にするため、当 社の企業価値向上サイクルの考え方に基づきガバナンス・ルールを定め、これ に沿って経営会議から取締役会に提案・報告を行い、取締役会で審議・決議を 行います。

(以下略)

CGを2030年のありたい姿を実現するための 重要な経営基盤の一つと位置付け

経営戦略の実効性を高めるため、自社のCG の在り方を明確化

(「ステークホルダーの意見を反映させる適切な執行の監督」と「スピード感のある業務執行」を両立、監督と執行を明確に分離)

#### 取締役会の役割を明確化

(大きな方向性を示し、執行のリスクテイクを支える、執行のプロセスと成果の妥当性を検証し、執行を適切に監督する)

#### 執行の役割を明確化

(取締役会から大幅に権限委譲された最高経営責任者が中心となって、経営会議において重要な業務執行の意思決定を行い、ワンチームで持続的な企業価値向上を実現)

## (参考) 企業事例 味の素株式会社(2/2)

自社で定めた取締役会の役割を踏まえて、取締役会の社外取締役の比率や 取締役会議長の属性等について具体化。

#### 第4章 取締役会・委員会・経営会議等

- 1. 取締役会
- (1) 取締役会の役割(CGC 原則 4-1、4-2、4-5)

当社の取締役会は、経営の最高意思決定機関として企業価値を大きく左右する 重要な経営事項を議論・検討することで大きな方向性を示し、ステークホル ダーの意見を反映させる適切な執行の監督を行います。また、ASV 経営を通じ て、ステークホルダー等と共に社会的課題の解決に取り組み、持続可能な社会 の実現に貢献するとともに持続的な企業価値の向上に責任を負います。

(2) 取締役会の構成・多様性(CGC 原則 4-6、4-7、4-8、4-11)

当社は、構成員数、社内出身者と社外出身者の割合、執行役兼任者の割合、個々の経験、能力、識見、国際性、ジェンダー、人種、民族、国籍、出身国、文化的背景等の多様性を考慮して、独立の立場から客観的に業務執行を監督することができる独立社外取締役(以下「社外取締役」という。)、最高経営責任者を含む執行役を兼任する社内取締役、および常勤監査委員である社内取締役により取締役会を構成することを基本方針とします。

また、監督と執行の分離をすすめ取締役会による経営監督機能の実効性をさら に高めるため、**社外取締役が過半数を占める体制とし、取締役会の議長は、社 外取締役**が務めます。 取締役会の構成に関する考え方を明示

CGに関する基本的な考え方に基づき、社外 取締役の比率や議長の属性を具体化

(中略)

## (参考)企業事例 エーザイ株式会社

• CGの位置付けや基本的な考え方を明確化し、体制等について具体化。

#### コーポレートガバナンスプリンシプル

CGの位置付けを明確化

(目的)

第1条 本プリンシプルは、エーザイ株式会社(以下「当社」という。)が、**定款に定める次の「企業理念」の実現を通じて、企業価値を向上させ、ステークホルダーズの共同の利益や長期的な価値の増大をはかり、社会価値の創造に貢献するため、最良のコーポレートガバナンスを実現することを目的**とする。

(中略)

自社のCGの在り方を明確化

(コーポレートガバナンスの基本的な考え方)

第2条 当社は、常に最良のコーポレートガバナンスを追求し、その充実に継続的に取り組む。

- 2.当社のコーポレートガバナンスの機軸は、経営の監督機能と業務執行機能を明確に分離することにより、経営の公正性・透明性を確保する とともに、経営の活力を増大させることである。
- 3. 当社は、コーポレートガバナンスの充実に向け、経営の監督をはじめとする社外取締役の機能を最大限に活用する。
- 4. 当社は、次の基本的な考え方に沿って、コーポレートガバナンスの充実を実現する。
- (1) ステークホルダーズとの価値の共創

(中略)

基本的な考え方に基づき、社外取締役の比率や執行役を兼任する取締役、議長の考え方等を具体化

- (2) コーポレートガバナンスの体制
  - 1. 当社は指名委員会等設置会社とする。
  - 2. 取締役会は、法令の許す範囲で業務執行の意思決定を執行役に大幅に委任し、経営の監督機能を発揮する。
  - 3. 取締役会の過半数は、独立性・中立性のある社外取締役とする。
  - 4. 執行役を兼任する取締役は、代表執行役CEO1名のみとする。
  - 5. 経営の監督機能を明確にするため、取締役会の議長と代表執行役CEOとを分離する。
  - 6. 指名委員会および報酬委員会の委員は、全員を社外取締役とし、監査委員会の委員は、その過半数を社外取締役とする。
  - 7. 指名委員会、監査委員会および報酬委員会の各委員長は社外取締役とする。
  - 8. 社外取締役のみで構成するhhcガバナンス委員会を設置する。
  - 9. 財務報告の信頼性確保をはじめとした内部統制の体制およびその運用を充実する。

## ③議論のスコープ

価値創造ストーリーの検討や実現に向けた体制として、取締役会に加え、 経営陣・執行側のうち経営体制(経営会議等)やCxOサクセッション等、 それらを支える事務局(カンパニーセクレタリー)についての議論を行う。

<価値協創ガイダンス 2.0 の全体像> 価値創造 長期戦略 成果と重要な 実行戦略 ストーリー 価値観 ガバナンス 成果指標 (KPI) ビジネスモデル (中期経営戦略など) 長期ピジョン コスクと機会 取締役会の在り方(議長・ • 経営体制(経営会 構成、アジェンダ、ボードサク 取締役会·監督側 議等) 経営陣·執行側 セッション、実効性評価等) • CxOサクセッション 等 • 権限委譲 • CEO後継者計画 • 役員報酬 等 取締役会議長 **CEO** 価値創造 ストーリーの CFO CHRO CTO 非業務執行 業務執行 検討や実現 独立社外取締役 取締役 取締役 に向けた体制 部門長 ・ 事務局の在り方 等

部門長

執行組織

55

事務局(カンパニーセクレタリー)

事務局トップ

## ④ 特に念頭に置く企業群 (1/2)

- CGの在り方は企業の状況によって様々であり、特に経営環境が大きく異なる企業間においては、その在り方は大きく異なる可能性がある。
- そのような中、どのような企業群を想定しているかを明確にしないまま、 CG改革の進め方について議論したとしても、どの企業にとっても有意義な 内容とならない可能性があるのではないか。
- それを踏まえ、本研究会においては、「稼ぐ力」を高めるという観点も踏まえつつ、特に念頭に置く企業群を定めて議論することが望ましいのではないか。
- ・ なお、当該企業群以外についても、CGは企業の競争戦略の軸の一つである ことには変わりはなく、本研究会の内容は参考になるものと考えられる。

# 軸①:資本市場との関係の観点

・性に今頭に突ょる光

## ④ 特に念頭に置く企業群 (2/2)

特に念頭に置く企業群としては、資本市場との関係から特に高度なCGが求められるプライム市場上場会社が考えられるが、例えば、海外企業を競合とする企業等、別の軸を加えることも考えられるのではないか。

軸②:競合会社の観点(案)

◎:特に念頭に直く企業			
	O:参考となると考えられる企業 △:場合により参考となると考えられる企業	海外企業を 競合としない企業	海外企業を 競合とする企業
	プライム市場上場会社 グローバルな投資家との建設的な対話 を中心に据えた企業向けの市場	0	©
	スタンダード市場上場会社 公開された市場における投資対象として 十分な流動性とガバナンス水準を備えた 企業向けの市場	Δ	0
	グロース市場上場会社 高い成長可能性を有する企業向けの市場	Δ	0

海外企業を競合とする企業は、 意思決定の高度化や迅速化が 特に求められることを踏まえ たもの。

その他、例えば、以下のよう な軸により特に念頭に置く企 業群を設定することも考えら れる。

- 事業展開の範囲(海外・日本全国・地方等)
- ▶ 時価総額
- ▶ 海外売上比率
- ▶ 海外投資家の保有比率

## ⑤「稼ぐ力」の強化に向けたCG改革

- 企業は、長期ビジョンや経営戦略の実現に向けた経営基盤として、理想的なCGの在り方の明確化や理想的なCG体制・運用の具体化を行い、その構築に向けたバックキャスト型の取組を行うことが望ましいのではないか。
- その際、必要に応じて、マイルストーンを設定しつつ、中長期的・段階的 に取り組む等、時間軸を意識した取組が必要なのではないか。

#### 全体イメージ(案)

長期ビジョン 経営戦略

CGに関する 基本的な考え方



現在CG報告書に記載しているCGに関する基本的な考え方や 現在のCG体制・運用の延長ではなく、 長期ビジョンや経営戦略から理想的なCGの在り方を明確化 ありたい姿

理想的なCG の在り方

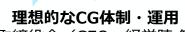
実現するための 経営基盤

具体化

CG体制・運用



現在の CG体制・運用 まず目指すCG体制・運用 (マイルストーン)



(取締役会/CEO・経営陣 等)

## (参考) CG改革の検討ステップ例(案)

- 理想的なCGの在り方の明確化やそれに基づく理想的なCG体制・運用の具体化を行い、ロードマップの策定、改革の実行、進捗状況の確認を行う。
- ・理想的なCGの在り方やCG体制・運用については、定期的(例えば年1回)に、見直しの必要性について取締役会で議論を行う。

#### CG改革の検討ステップ例(案)

#### 理想的なCGの在り方の明確化(※)

自社の長期ビジョンや経営戦略を踏まえた場合にどのようなCGが適切か それを実現する取締役会とCEO・経営陣との在り方はどのようなものか

#### 理想的なCG体制・運用の具体化(※)

理想的なCGの在り方を実現する体制・運用はどのようなものか

#### 理想的なCG体制・運用と現状とのギャップ把握

理想的なCG体制・運用を構築するために何に取り組む必要があるか

#### ロードマップの策定

理想的なCG体制・運用をどのような手順で構築するか 必要に応じてマイルストーンを設定する

#### ロードマップに基づく改革の実行

各々の役割に応じて取組を実施する

#### 進捗状況の確認

取締役会及びCEO・経営陣が進捗を確認する(必要に応じて見直し)

## 2. 会社法の改正

## ① 会社法の改正に向けた検討

- 2023年2月以降、「会社法制に関する研究会」が開催されており、会社法 改正を検討すべき事項やその方向性について議論されている。
- 本研究会では、CG改革の実質化や企業価値向上等の観点から、その他の事項についても抽出・検討し、報告書として取りまとめることが考えられる。

#### 「会社法制に関する研究会」メンバー

委員名	所属・役職
座長	
神作 裕之	学習院大学法学部教授
メンバー	
北村 雅史	関西大学法科大学院教授
久保田 安彦	慶應義塾大学大学院法務研究科教授
齊藤 真紀	京都大学大学院法学研究科教授
松井 智予	東京大学大学院法学政治学研究科教授
渡辺 諭	法務省民事局参事官
その他法務省	法務省民事局付
民事局職員5名	法務省民事局付法務省民事局調査員

#### 「会社法制に関する研究会」で議論されている事項

- ✓ 従業員・子会社役職員に対する株式の無償発行
- ✓ 実質株主の情報開示制度
- ✓ 株式対価M&Aの拡大
- ✓ バーチャルオンリー株主総会 等

## ② 本研究会における検討事項(1/2)

「会社法制に関する研究会」で議論されている実質株主の情報開示制度や、 従業員に対する株式の無償発行等のほか、指名委員会等設置会社における 指名(・報酬)の決定権限の帰属等についても議論することが考えられる。

#### 本研究会で会社法改正に向けて検討する事項・論点案

	概要	論点
従業員・子会社役職員に 対する株式の無償発行	株式報酬として、従業員や、子会社の役職員に対して株式を無償で発行することを認めるべきか。認める場合、既存株主保護等の観点から手続要件を設定する必要はあるか。	既存株主の保護の観点からの手続の要否 / 賃金通貨払いの原則との関係の整理 /子会社の役職員に対する株式の無償発行に伴う問題
実質株主の情報開示制度	企業やその他の第三者が、議決権指図権限 や投資権限を有する者(実質株主)につい て把握する制度を導入するべきか。導入す る場合、どのような制度設計とするべきか。	

(注) 各事項・論点の概要は次々頁以降をご参照。 62

## ② 本研究会における検討事項(2/2)

#### 本研究会で会社法改正に向けて検討する事項・論点案

	概要	論点
株式対価M&Aの拡大	自社株を対価として海外会社の買収や、子会社の株式の買い増しを行う場合に、会社法上、現物出資規制(例:検査役の調査)を適用しないこととするべきか。その場合、どのような制度設計とするべきか。	海外の会社との組織再編の可否 /対象とする海外の会社の 定義 /子会社株式の買増しの組織再編性
バーチャルオンリー株主 総会 ※	会社法上、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とし、経済産業大臣・法務大臣の確認を不要とするべきか。その場合、どのような制度設計(対象企業・手続要件等)とするべきか。	対象企業 / 手続要件 / デジタルデバイドの株主の保護 / 通信障害時の株主総会の効力
指名委員会等設置会社の 権限の見直し	指名委員会等設置会社における指名(・報酬)権限を取締役会に帰属させるべきか。 その場合、他の機関設計の見直しを含めた、 制度設計全体の見直しを行う必要はあるか。	改正の必要性 / 制度設計全体の見直しの必要性
キャッシュアウト法制	キャッシュアウトの方法のうち、株式等売渡請求権による場合の議決権要件を90%から3分の2に引き下げるべきか。また、複数株主の議決権割合の合算を可能とするべきか。	特別支配株主を要件とする他の手続との整合性

<sup>(※)</sup>併せて、バーチャルオンリー社債権者集会についても検討することが考えられる。

(注) 各事項・論点の概要は次頁以降をご参照。

## ③ 従業員等に対する株式の無償発行(1/2)

- 株式報酬として、従業員や、子会社の役職員に対して株式を無償で発行することを認めるべきか。
- 認める場合、既存株主保護等の観点から手続要件を設定する必要はあるか。

	現状・課題
株式の無償発行の範囲	■ 取締役に対する株式の無償発行は認められているが <b>従業員や、子会社の役職員に対する無償発行は認められていない</b> 。
従業員に対する株式報酬の 付与	<ul> <li>■ 実務上は、従業員に対して金銭報酬債権を付与したうえで、当該債権を現物出資させる方法により、 従業員に対する株式の無償発行を行っている。</li> <li>■ かかる手続は技巧的であり、従業員に対する説明が困難との指摘あり。</li> <li>■ 日本会計基準とIFRSで会計処理方法が異なるため、IFRS採用企業で会計処理の負担が発生。</li> </ul>
子会社の役職員に対する 株式報酬の付与	<ul><li>■ 子会社の金銭報酬債務を親会社が併存的債務引受をしたうえで、当該債権を現物出資させる方法により、従業員に対する株式の無償発行を行っている。</li><li>■ 親子会社間では併存的債務引受の清算のために、子会社から親会社に対する金銭の支払が発生。</li></ul>
規制改革実施計画	■ 「規制改革実施計画」において、「従業員等に対する株式報酬の無償交付を可能とする会社法の見直し」が挙げられており、令和6年度中に法制審議会への諮問等を行うこととされている。

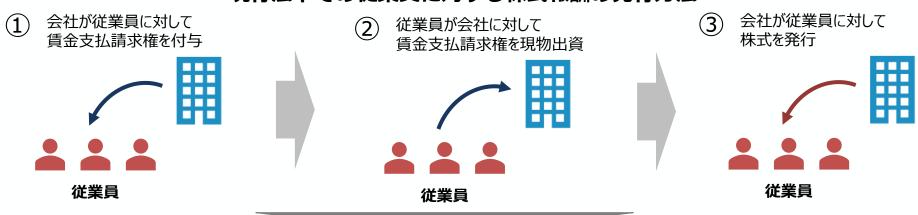
## ③ 従業員等に対する株式の無償発行(2/2)

	論点
既存株主の保護	■ 従業員に対して、職務執行の対価として見合わない個数の株式が無償で発行されることにより、 <b>既存</b> 株主が保有する株式の価値が希薄化し、不利益を被る可能性がある。
賃金通貨払いの原則との関 係の整理	■ 従業員に対する株式の無償発行を認めることと、賃金通貨払い原則との関係をどう考えるか。
子会社の役職員に対する 株式の無償発行に伴う問題	■ 子会社の役職員の職務の執行を、親会社に対して労務や便益の提供があると評価することが可能か。 ■ 子会社の利益よりも親会社の利益を優先するという不適切なインセンティブを与えるおそれはないか。

## (参考)従業員等に対する株式の無償発行

- ・令和元年の会社法改正により、円滑に株式報酬を付与することができるよう、取締役及び執行役に対する株式の無償発行が認められた。
- 他方で、従業員や、子会社の役職員に対しては、株式の無償発行は現行法 上認められていないため、株式報酬を付与する場合は、技巧的な方法によ らざるを得ず、説明や会計上の処理において実務上の負担が生じている。

#### 現行法下での従業員に対する株式報酬の発行方法



- 株式報酬の付与方法が技巧的であり、従業員や子会社の役職員に対する説明が困難
- 日本会計基準とIFRSで取扱いが異なるため会計処理の負担が発生

## ④ 実質株主の情報開示制度(1/2)

- ・企業やその他の第三者(債権者等)が、議決権指図権限や投資権限を有する者(実質株主)について把握する制度を導入するべきか。
- 導入する場合どのような制度設計(制度趣旨・開示範囲・罰則・実質株主の株主権等)とするべきか。

	現状・課題
大量保有報告制度	<ul><li>■ 保有割合が5%を超える場合に限り、実質株主は開示義務を負担。</li><li>■ 金融庁の主催する公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおいて、大量保有報告書の提出遅延は相次いでおり、大量保有報告制度の実効性が確保されていないとの指摘あり。 ※</li></ul>
欧州諸国(英国等)の制度	■ 欧州諸国(英国等)では、発行会社が実質株主や名義株主に対して、保有状況や実質株主に関する情報について質問した場合に、回答を義務づける制度が存在する。
公開買付制度・大量保有報 告制度等ワーキング・グ ループにおける議論	■ 金融庁の主催する金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」の報告書においても、実質株主の透明性の確保に向けた取組が進められるべきとされている。

<sup>(※)</sup> このような指摘を踏まえて、共同保有者の認定に係る立証の困難性の問題を解決すべく、役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に「共同保有者」とみなす規定を政令において整備することが予定されている。(出所:金融庁「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律案説明資料」)

## ④ 実質株主の情報開示制度(2/2)

	論点
制度趣旨	■ エンゲージメントの促進/資本市場の透明性の確保/「株主の素性を知る権利」等
開示範囲	■ 株主・その他の第三者による実質株主情報へのアクセスの可否
罰則	■ 情報開示請求を拒絶(又は虚偽の回答)した場合の罰則をどうするか。
実質株主の株主権	■ 実質株主に対して、株主総会への出席権、質問権等の一定の株主権を認めるべきか。
その他の論点	■ 実質株主の定義、対象とする会社の範囲(上場会社への限定)、実務上の運用(インフラ整備等)等

## ⑤ 株式対価M&Aの拡大(1/2)

- 自社株を対価として海外会社の買収や、子会社の株式の買い増しを行う場合に、会社法上、現物出資規制を適用しないこととするべきか。
- 適用しない場合、株式交付の対象とするべきか、それとも現物出資規制の 例外とするべきか。

	現状・課題
株式交換・株式交付	<ul> <li>株式対価により国内の株式会社を子会社化する場合、株式交換/株式交付制度を利用することにより、現物出資規制が適用されない。</li> <li>他方、株式交換/株式交付は国内会社の子会社化の場面に利用が限定されており、株式対価により子会社の株式を買い増す場合や海外の会社を子会社化する場合には利用不可。</li> <li>(※) 現物出資規制とは、金銭以外の財産(株式等)を出資して株式を発行する際に適用される規制。検査役の調査が必要となり、費用・時間を要するほか、財産の価値が出資額に満たないと判断された場合は、取締役が不足額を填補する責任を負う場合がある。</li> </ul>
産業競争力強化法上の 会社法特例	<ul><li>■ 産業競争力強化法上の事業再編計画の認定を受けた場合は、子会社の株式を買い増す場合や海外の会 社を子会社化する場合においても、現物出資規制の適用除外を受けることが可能。</li></ul>
規制改革実施計画	■ 「規制改革実施計画」において、「株式対価M&Aの活性化に向けた会社法の見直し」が挙げられており、令和6年度中に法制審議会への諮問等を行うこととされている。

## ⑤ 株式対価M&Aの拡大 (2/2)

	論点
海外の会社との組織再編の可否	■ 海外の会社との組織再編を日本の会社法で規定することは可能か( <b>準拠法の観点</b> を含む。)。
対象とする海外の会社の定義	■ 多種多様な <b>外国会社が株式会社と同種であるか否かを判断する客観的・形式的な基準</b> を予め設定する ことは可能か。
子会社株式の買増しの 組織再編性	<ul> <li>■ 株式交付制度は、買収会社と被買収会社間に親子会社関係が創設されることに着目し、組織法上の行為の一類型として位置づけられたものであるが、既に子会社となっている、会社の株式を買い増す場合において、組織法上の行為と位置付けることは可能か。</li> <li>■ 困難な場合、現物出資規制の緩和という形式で対応可能か。</li> </ul>

## ⑥ バーチャルオンリー株主総会(1/2)

- 会社法上、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とし、(産競法上必要とされている)経済産業大臣・法務大臣の確認を不要とするべきか。
- その場合、どのような制度設計(対象企業・手続要件等)とするべきか。

	現状・課題
会社法における整理	■ 現行会社法上、物理的な会場を一切設けない株主総会(バーチャルオンリー株主総会)の開催はできないとの意見が有力。
産業競争力強化法上の 会社法特例	■ 経済産業大臣及び法務大臣の確認を受け、株主総会を「場所の定めのない株主総会」とすることができる旨を定款に定めた上場会社に限り、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能としている。

# ⑥ バーチャルオンリー株主総会 (2/2)

	論点
対象企業	■ 適用会社の範囲をどのように設定するか(上場会社に限定する等)。
手続要件	■ 実施のための要件をどのように設定するか(定款への記載、株主全員の同意等)。
デジタルデバイドの株主の 保護	■ デジタルデバイドの株主の保護の観点から、何らかの要件を設定する必要があるか。
通信障害時の株主総会の 効力	■ 通信障害が生じた場合の株主総会決議の効力が否定されるリスクについて手当てをする必要はあるか。

# ⑦ 指名委員会等設置会社の権限の見直し(1/2)

- 指名委員会等設置会社における指名(・報酬)権限を取締役会に帰属させるべきか。
- 帰属させる場合、他の機関設計の見直しを含めた、制度設計全体の見直し を行う必要はあるか。

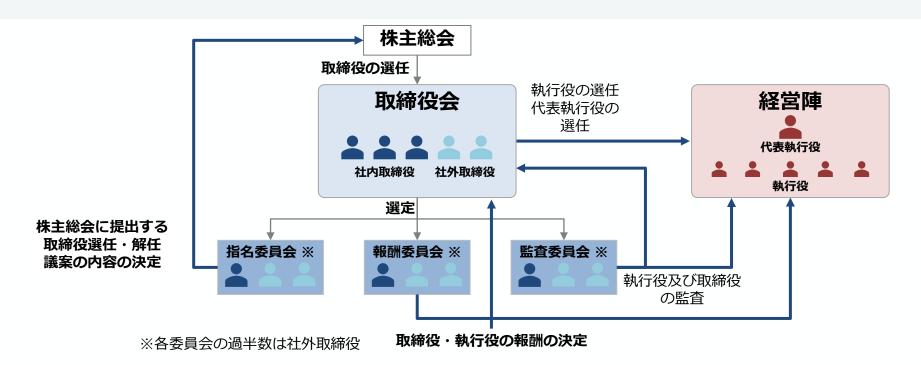
	現状・課題		
指名委員会等設置会社の 指名・報酬の決定権限	■ 現行法上、指名委員会等設置会社の <b>指名・報酬の決定権限は、それぞれ指名委員会/報酬委員会に帰属し、取締役会はその決定を覆すことはできない</b> 。		
制度趣旨の妥当性	<ul> <li>制度策定時は、社外取締役の適任者が少なかったことに鑑みて、社外取締役が過半数を占める取締役会と同等の監督機能を果たすことができるよう、社外取締役が過半数を占める委員会に指名・報酬の決定権限を帰属させたもの。</li> <li>現在は、取締役会の過半数を社外取締役が占める指名委員会等設置会社が多く存在。</li> <li>一部の取締役のみで構成される指名委員会に指名権限が帰属することを懸念する意見がある。</li> </ul>		
新しい資本主義のグランド デザイン及び実行計画 2024年改訂版	■ 本年6月に閣議決定された、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」においても、指名委員会等設置会社制度の運用実態の検証と改善検討が掲げられている。		

# ⑨ 指名委員会等設置会社の権限の見直し(2/2)

	論点
改正の必要性	<ul><li>■ 社外取締役が取締役会の過半数を占める指名委員会等設置会社でも、一部の取締役のみが参加する指名委員会に、取締役候補者の決定権限が帰属していることをどう考えるか。</li><li>■ 取締役を全員指名(・報酬)委員とすることにより、実質的に取締役会に指名権限を帰属させることが可能。また、指名(・報酬)について少数での議論が必要となる場合は、別途任意の委員会を設置することも可能。</li></ul>
(改正する場合) 制度設計全体の見直しの 必要性	<ul> <li>取締役候補者の指名権限を取締役会に帰属させる場合、報酬権限の取扱いをどのようにすべきか(報酬委員会 or 取締役会 or 株主総会)。</li> <li>また、指名委員会等設置会社における指名権限を取締役会に帰属させることに伴い、監査等委員会設置会社等も含めた、機関設計の制度設計全体について見直す必要はあるか。</li> </ul>

# 指名委員会等設置会社の指名・報酬の決定権限

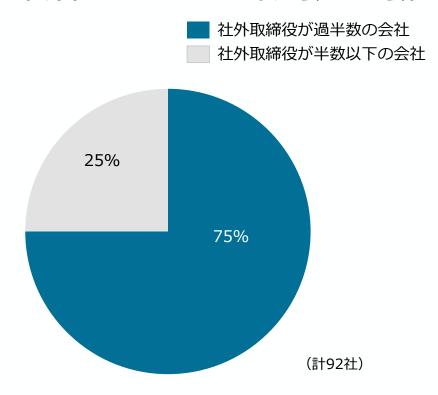
- 現行法上、指名委員会等設置会社の指名・報酬の決定権限は、それぞれ指名委員会/報酬委員会に帰属し、取締役会はその決定を覆すことはできない。
- 制度創設時は、社外取締役の適任者が少なかったことに鑑みて、社外取締役が過半数を占める取締役会と同等の監督機能を果たすことができるよう、 社外取締役が過半数を占める委員会に指名・報酬の決定権限を帰属させた。



# (参考) 指名委員会等設置会社の社外取締役比率

現在、指名委員会等設置会社を採用する上場企業のうち、取締役会の過半 数を社外取締役が占める企業の割合は75%である。

### 取締役会の過半数を社外取締役が占める指名委員会等設置会社の割合



(注) 2023年12月25日時点

# 有識者による指摘

- 制度創設当時から環境が変化しており、社外取締役が取締役会の過半数を 占める指名委員会等設置会社で、一部の取締役のみが参加する指名委員会 に、指名の決定権限を帰属させることは不適切であるとの指摘がある。
- 他方、取締役全員を指名委員とすれば、実質的に取締役会に指名の決定権 限を帰属させることができ、会社法の改正までは不要との指摘も存在する。

### 制度の見直しを必要とする意見

……取締役会の機関設計、特に委員会等設置会社のあり方について、同制度がスタートして 20 年(中間形態である監査委員会等設置会社の制度化からもほぼ 10 年)が経過し、当時と比べて社外独立取締役の数が飛躍的に増えていることに鑑みて、そろそろ制度再検討すべきタイミングに来ていると考える。

資本民主主義議院内閣制において、指名委員会が企業統治上の最高機関である取締役会を飛び越えて、株主総会に重要議案である取締役選任案を直接出せる仕組みには大きな疑義がある。社外独立取締役が過半数を占めている取締役会の場合、かかる変則的な仕組みである合理性、必要性は乏しく、むしろ取締役の一部しか参加していない指名委員会の暴走リスクの方が懸念される。



### 制度の見直しを不要とする意見

今、ゼロから機関設計の制度を設計するのであれば、社外取締役が過半数存在する指名委員会等設置会社において、取締役候補者の決定権限を指名委員会に持たせる必要はないと思う。もっとも、会社法の改正まではする必要がないのではないか。取締役会で候補者を決定したいというニーズがあるのであれば、取締役全員を指名委員会のメンバーにし、任意に指名諮問委員会等を設置すれば現行法の下でも実現可能だからだ。

(出所) 冨山和彦「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コード のフォローアップ会議(第29回)意見書」

# 指名委員会等設置会社を見直す場合の初期的論点

- 社外取締役が過半数の場合のみ、指名の決定権限を取締役会に帰属させる ことが考えられるが、その場合、機関設計が更に複雑化するおそれはない か。
- また、取締役会に権限帰属させると監査等委員会設置会社と機関設計が類 似するため、統合を含めた検討が必要となる可能性があるのではないか。

	指名委員会等設置会社		監査等委員会設置会社		監査役会
	社外取締役 <b>半数以下</b>	社外取締役 <b>過半数</b>	社外取締役 <b>半数以下</b>	社外取締役 <b>過半数</b>	設置会社
取締役選解任 議案の決定権限	指名委員会	取締役会 ※現行は指名委員会	取締役会	取締役会	取締役会
報酬の決定権限	報酬委員会	報酬委員会 ⇒取締役会or株主総会 とする必要はないか	株主総会*	株主総会* ⇒なぜ差異があるか	株主総会*
指名委員会の 位置づけ	法定	法定 ⇒法定の必要があるか	任意 ※CGコードに記載	任意 ※CGコードに記載	任意 ※CGコードに記載
重要な業務執行の 権限委譲	可	可	原則不可	可	不可
執行役の有無	有	有	無	無 ⇒なぜ差異があるか	無
監査役/監査(等)委員 の選任(定)権限	取締役会	取締役会 ⇒株主総会でなくて良 いか	株主総会	株主総会	株主総会

<sup>\*</sup>株主総会では報酬額の上限等を定め、具体的な報酬の決定は取締役会に委任することが一般的

# ⑧ キャッシュアウト法制

- ・ キャッシュアウトの方法のうち、株式等売渡請求権による場合の議決権要件を90%から3分の2に引き下げるべきか。
- 株式等売渡請求の議決権要件の判断において、複数株主の議決権割合の合 算を可能とするべきか。

	現状・課題
キャッシュアウトを実施す るために必要な議決権割合	<ul><li>■ キャッシュアウトの方法のうち、株式併合の方法による場合は最大でも3分の2以上の株式を保有していれば足りるのに対して、株式等売渡請求を利用する場合は、買付者は90%の株式を保有する必要がある。</li><li>■ また、株式等売渡請求の議決権要件の判断において、原則として、複数株主の議決権割合を合算することができない。</li></ul>
キャッシュアウトに要する期間	<ul><li>■ 株式併合によりキャッシュアウトを行う場合、TOB終了~キャッシュアウト完了までの期間は株式等売渡請求による場合の約2倍となっている。</li><li>■ TOB時とキャッシュアウト時の買取価格が同額の全部買収のケースでも、TOB決済日とキャッシュアウト決済日の乖離が大きい場合は強圧性が認められるとの指摘がある。</li></ul>
	論点
特別支配株主を要件とする 他の手続との整合性	■ 特別支配株主を要件とする他の手続(略式組織再編等)との関係をどのように考えるか。

# 3. 本日ご議論いただきたい内容

# 本日ご議論いただきたい内容

### 1. CG改革の現状・課題

- ① (CGコード策定から)約10年間を経ての我が国のCG改革の現状と課題について、どう捉えているか。特に、CG改革と日本企業の「稼ぐ力」の強化の関係性について、どう考えるか。
- ② CG改革が「稼ぐ力」の強化につながっている企業と、そうではない企業の違いは何か。

### 2. CG改革を進めていく上での方向性

- ① 本研究会において特に念頭に置く企業群
  - 本研究会では、資本市場との関係から特に高度なCGが求められるプライム市場上場会社を念頭において議論することが考えられるが、どのような軸で企業群を定義することが適切か。【P.56,57 関連】
- ② 「稼ぐ力」の強化に向けたCG改革に向けた取組の方向性
  - CG改革を「稼ぐ力」の強化につなげていくために、各プレイヤー(企業、政府等)において、どのような取組を行う必要があるか。
  - その中で、特に、経営トップがCGの重要性を認識し、競争戦略の軸の一つとしてCG改革を推し 進めるよう促していくために、どのような方法が考えられるか。【P.58,59関連】

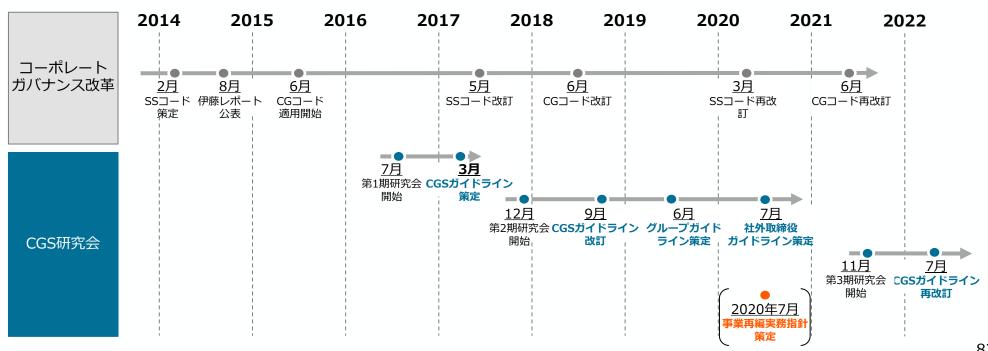
### 3. 会社法の改正

- ① 会社法の改正事項
  - CG改革の実質化や企業価値向上等の観点から本研究会で議論するべき会社法の改正事項は何か。 【P.61~63関連】
- ② 各改正事項に関する論点
  - 本研究会で議論する事項について、現状どのような課題があり、改正を見据えた場合にどのような論点があるか。【P.64~79関連】

# (参考) これまでの経済産業省の取組

### CGS研究会におけるこれまでの議論

- これまでのCGS研究会では、CGコードを実践するための実務指針として、 CGSガイドライン、社外取締役ガイドライン等を策定した。
- 第3期の研究会では、執行側と監督側の双方の機能強化を相乗的に推し進める観点等からCGSガイドラインを再改訂した。



# 経済産業省の各指針の位置づけ

ハードロー 法律 (会社法・金商法など) コーポレート コードを実践するための ガバナンス・コード 実務指針 (東証) グループ・ガ コーポレー 社外取締役の 指名委員 ト・ガバナ バナンス・シ 在り方 会・報酬委 ンス・シス ステムに関す に関する 員会及び後 事業再編 テムに関す 実務指針 継者計画の 実務指針 る実務指針 実務指針 (社外取締役 活用に関す ガイドライ (CGSガイ (グループガ る指針 イドライン) ン) ドライン) 【全上場企業 【全上場企業 【大規模・多角化・ 【全上場企業の 【グループ経営 が対象】 が対象】 を行う上場企業 グローバル化した 社外取締役 上場企業が対象】 が対象】 が対象】 ソフトロー

コーポレート・ガバナンス改革を「形式」から「実質」へ深化させる

# CGSガイドライン改訂(2022年改訂)の概要

(2022年7月公表)

### 監督の意義

✓ 取締役会における「監督」は、リスクテイクや社内の 経営改革の後押し、「リスクテイクしないことへのリ スク」の提起も含まれる。

### モニタリング機能を重視したガバナンス体制

- ✓ モニタリング機能を重視したガバナンス体制は、リスクテイクが促されることや、会社内部の論理が相対化されることなどの点で有益。
- ✓ 特に監査等委員会設置会社への移行を実効的なものとする上で重要な検討事項を整理(業務執行事項の執行側への大幅委任+取締役会は監督に特化等)

### 会社の抱える課題を踏まえた取締役の選任

- ✓ 会社の抱える課題を踏まえた取締役の選任が有益。資本市場との間の相互理解は多くの日本企業の課題であり、資本市場の知見を備えた者を社外取締役に選任することも選択肢。
- ✓ 関連して、「投資家株主の関係者」を取締役として選任する場合の留意点を整理(利益相反、情報管理、独立性・社外性、開示等)

### 社外取締役の資質

✓ 企業は社外取締役の研修機会の提供や費用の支援を行うべき。社 外取締役自身の自己研鑽も期待。

### 社外取締役活用の視点

- ✓ 任意の指名委員会・報酬委員会について、過半数を社外取締役と すること及び委員長を社外取締役とすることを検討すべき。
- ✓ 社外取締役の評価について、社外取締役である指名委員長等が主導し、相互評価を実施するなど、ベストプラクティスを整理。

### 経営陣のリーダーシップ強化のための環境整備

- ✓ トップマネジメントチームを社長・CEO自身が組成し、CXOの設置などにより、責任・権限を明確にした上での権限委譲が有効。また、トップマネジメントチームのダイバーシティの確保も重要で、積極的な開示が望ましい。
- ✓ 経営・執行の機能強化のため、戦略やサステナビリティを検討する委員会を活用することも選択肢。
- ✓ 取締役会と執行側の双方で、内部留保の使途、研究開発や人的資本など無形資産の投資・活用戦略、事業ポートフォリオ見直しについて検討することが重要。
- ✓ 社長・CEO就任年齢の若返り、長期インセンティブ報酬の引き上げ(グローバル水準である40~50%程度)、幹部候補に対する自 社株報酬の活用による幹部候補の育成も有益。

# (参考) 執行側と監督側の双方の機能強化

- これまでのコーポレートガバナンス改革の議論では、取締役会を核とする 監督機能の強化が重視されてきたが、それに加え、執行側(経営陣による マネジメント)の機能強化も重要。
- ・ガバナンス改革の取組を実質的なものとしていくためには、双方の機能強化を相乗的に推し進めていく意識が重要。

### 機能強化を相乗的に推進

### 執行側(経営陣)

監督側(取締役会)

### 【両者の関係】

- ①相互に共同して経営戦略を作り上げる関係にある
- ②ガバナンス・システムにおいて、執行側の姿勢が取締役会の議論を左右するとと もに、監督側の姿勢もまた経営陣がどこまでガバナンスを重視するかに影響する
- ▶ 大胆な経営改革は、トップがリーダーシップを発揮して 行うほかなく、「トップの経営力」が成否の鍵を握る
- 経営陣のリーダーシップを支える執行側の仕組みも 必要

- ▶ 優れた経営者を選び出すとともに、企業価値の向上 を強く意識した経営を行うことをエンカレッジする
- 社外取締役の意識を変えるとともに、その資質を向上させていく

# (参考) CGSガイドラインで示した経路

- コーポレートガバナンス改革では「攻めのガバナンス」の実現が掲げられ、 企業家精神の発揮を促し、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向 上を図ることに主眼が置かれている。
- CGSガイドラインでは、コーポレートガバナンス改革が中長期的な企業価値の向上へと寄与する経路を整理して例示している。

### CG改革がその目的に寄与する経路

- 1 優れた社長・CEOを選ぶことなどにより、経営陣自体の強化を図ることで、中長期的な企業価値の向上を図る
- 2 取締役会が経営陣の作成した経営判断の軸となる戦略を検討し、適切な資源配分を実現することで、中長期的な企業価値の向上を図る
- 3 経営の意思決定過程の合理性を確保し、経営陣による大胆な経営判断を後押しすることで、中長期的な企業価値の向上を図る
- 4 市場からの評価や投資家との対話を通じて経営を改善することで、中長期的な企業価値の向上を図る

# (参考) 社外取締役のことはじめ

- 社外取締役の質の担保・向上に向けた取組みの一環として、金融庁及び株 式会社東京証券取引所と共同で作成、本年1月に公表している。
- ・企業から新任・再任の社外取締役へ交付してもらうことを想定している。





### (参考)価値協創ガイダンス 2.0

経済産業省は、2022年8月、企業と投資家による持続的な価値協創に向けた
 た行動を促進するため、価値協創ガイダンスを改訂し、中長期的な価値創造ストーリーの構築に向けた考え方を提示している。



# (参考) CX研究会(1/2)

• 経済産業省は、2024年6月、グローバル競争力強化に向けたCX研究会の 報告書を策定し、グローバルにビジネスを展開する企業における経営の在 り方についての考え方を提示している。

# h

Н 0

w

W

### グローバル市場環境の変化と経営の複雑性の高まり (p5-17)

- この20年で途上国市場は先進国市場を上回り成長。日本企業の海外ビジネスは拡大(輸出2倍+直接投資収益16倍) し、主要製造業の海外売上比率は30→50%超に。M&Aの隆盛もあり、従業員全体の6割が海外現地法人に所属。
  - → 地域・事業の両面でグローバルに戦線が拡大した結果、日本企業の経営の複雑性は増大 ⇒ 利益率は米欧企業に劣後。

#### 従来型の日本的経営が乗り越えるべき課題とCXの必要性 (p18-26)

- 同質的な日本人を前提とした日本的経営手法を海外現法に横展開することは 困難 (結果的に統制の弱い連邦経営) ⇒ OSそのものを革新し、これまで 属人的/阿吽の呼吸の中で十分でなかった組織の仕組み化を図ることが必要。
- → グローバル競争力強化="現場力の高さ"×"強いコーポレート"。 BX (ビジネスモデル・プロセスの継続的刷新) = 現場力×CX×DX

#### CXのインパクト (p27-32)

- 日本全体の経営利益約100兆円の3割 弱を創出する製造業大手1,800社がCX により複雑性を克服し、強い経営を実践。
- → 機動的な経営資源の配分により、海外 でも稼ぎ続けるインパクトは極めて大きい。

### グループ組織の設計思想と幹となるパーパス・コアバリュー (p33-41)

- ・ 企業の存在理由と価値観・信条は、自社と他社の違いを説明する最大の差別化要因。日本を中心とした従来型のOSを革新し、 海外現法との制度を含めた仕組みの統合・標準化を進め、"ワンカンパニー"としていくための最も基本的な原動力となる。
- → 企業のパーパス・コアバリューが及ぶ範囲が事業ポートフォリオの境界線。必要以上にグループ会社を保有していないか?

コアとなるコーポレート・ファンクションの"型"は実務家・アカデミアによる研究を経て一定に収斂
→ これらの"型"も参考に、CxOsが全体観を持って連携し、様々な分断を乗り越えながら、各ファンクションの磨き込みを推進

#### ファイナンス機能 (p42-52)

- 3つの分断(コーポレート部門内、 事業部門との間、グループ内) を克 服し、データドリブン経営を実践する ためのグループ内の共通基盤を整備。
- → 統制からビジネスパートナーとしての 価値創造へ、あるいは、過去の実績 報告から未来予測に基づく経営意 思決定への貢献へと使命を拡張。
  - ▶カネの使い途を正しく定める

#### HR機能 (p53-64)

- 2つの分断 (コーポレート・事業部門) 間、グループ内)を克服し、日本企 業では曖昧にされがちなポストの責任 と権限、評価基準を明確に言語化、 リーダー層含め人材プールを整備。
- → 国内外のグループ子会社に人事を 任せる"連邦型人事"を超えて、トラ ンスナショナル人事へと発展。

#### DX機能 (p65-77)

- ・ 3つの分断 (ビジネスプロセス、コー ポレート・事業部門間、グループ内) を克服し、BPMやSSCへの集約も含 めて組織横断のDXを推進。
- → グループ組織全体のビジネスプロセス の革新をリード+ビジネスパートナーと して、デジタルによる価値創出を実現 するイネーブラとしての役割を発揮。

#### 90

# (参考) CX研究会 (2/2)

グローバル経営の実現に向けて、パーパス・コアバリューを組織設計の軸として、ヒト・モノ・カネ・データの経営資源配分を司るファイナンス機能、HR機能、デジタル機能を変革し、国内外の多数の組織がワンカンパニーとして連動する仕組みを構築することの必要性について言及している。

### 経営組織のバーチャル化

