「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 議事要旨

1. 日時: 令和6年9月18日(水)10時00分~12時00分

2. 場所:経済産業省本館17階第一共用会議室(オンライン併用)

3. 出席者:

【対面】神田座長、岩田委員、内ヶ﨑委員、江良委員、大内委員、大場委員、小林委員、澤口委員、高山委員、塚本委員、三笘委員

【オンライン】伊藤委員、武井委員

(欠席:神作委員、宮地委員、宮島委員)

4. 議題:CG 改革の現状・課題、CG 改革を進めていく上での方向性、会社法の改正

5. 議事概要:

はじめに、藤木経済産業政策局長より挨拶。その後、本研究会の進め方等について、資料3(「「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会の開催について」)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(「事務局説明資料」)について説明をした後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

【伊藤委員】 本研究会の主要テーマの一つであるコーポレートガバナンス改革と稼ぐ力の向上との関係性について、私の肌感覚では、コーポレートガバナンス改革は稼ぐ力の向上に、全体像としては一定の成果があったと思っている。日本再興戦略 2014 当時、印象的な記事が Bloomberg 9 月号に載り、日本企業は利益の落第生と言われた。Profit laggards と言われたわけだが、全体像としては、この10年間でROEは5%から10%近くまで向上したし、ROSも、当初はコストカットによる向上だったが、最近はトップラインの引き上げによる向上につながってきていると思う。とはいえ、ROE8%を達成してもPBRが1倍割れ一の企業は3割ぐらいまだあるが、それの意味するところは、PERが12倍以下の会社がまだ多いということだと思う。これは何を意味するかというのは慎重に考える必要があるとは思うが、資本市場での日本企業の長期の成長性に対する懸念だとか、不確かさというのが残っているのだと思う。そういう点では、日本企業の企業価

値向上の強靭性については、まだまだ課題が残っていると思っている。もう少しだけ、 補ってお話しすると、取締役会の実効性の不十分さがまだあると思う。それは、一つには アジェンダセッティングが、稼ぐ力、あるいは企業価値向上につながっていないという側 面があると思う。アジェンダセッティングが戦略的で、バイアスをできるだけなくすに は、社外取締役の目をもっと入れるべきだと思うが、とりわけ、取締役会議長に社外取締 役を起用している会社はまだまだ本当に少ない。それから、価値協創ガイダンスに沿った アジェンダセッティングが取締役会であまりなされていないように思う。この価値協創ガ イダンスは 2017 年にオリジナルが出て、2022 年に 2.0 が出た。私は、日本の誇るべき無 形の資産だと思っており、この価値協創ガイダンスというのは統合報告書の作成に当たっ ては参考にされているケースが多いわけだが、自社が価値創造ができているか否かを チェックする際、あるいは評価する際のかがみとしては、まだ十分に使われていないので はないかと思う。それとの関係もあり、価値協創ガイダンスでは無形資産投資を非常に強 調しているわけだが、無形資産投資、つまり稼ぐ力の向上につながる包括的議論を促すよ うなアジェンダはあまり設定されていないのではないか。あるいは取締役会ではあまり議 論されていないのではないかと思う。幾つか例を挙げたいと思う。これは私の問題意識で もあるが、デジタルトランスフォーメーション(DX)に関するアジェンダは、そんなに 挙がっていないと思う。DXは、言うまでもないが、稼ぐ力に直結するテーマ、アジェン ダだと思っており、コスト削減だけではなくビジネスモデルの変革等を通して、トップラ インの向上につながるということは言うまでもないし、例えばアシックスの象徴例に代表 されるように、ふんだんにDXを入れることでビジネスモデルが強靭化されたり、変革さ れている。それが利益、企業価値の大幅な向上につながっているというケースも出てきて いる。それから、先ほどデータをお示ししていただいたが、人的資本投資に関するアジェ ンダが、取締役会で出ているようで意外と出ていないと思う。経営戦略、人材のスキルが 連動しているかどうかを取締役会で議論しているかというと、そこまで行っていない。こ れではやはり稼ぐ力は高まっていかないだろうと思う。GXもしかりである。TCFD改 善についての報告は行われるようになったが、リスク対応だけではなくて、攻めとしての GXをめぐるアジェンダは、なかなかまだ挙がってきていないのではないかと思う。

次のテーマとして、肌感覚として感じているのは、執行と監督の区分は強く言われるようになったわけだが、監督という言葉の解釈をめぐって、まだ誤解があるのではないか。 先ほども中西課長から御報告いただいたように、執行側の、要するに細かいことに社外取 締役がタッチするということに対する懸念から、監督の徹底イコール守りのガバナンス、つまりリスクへの関心の集中、ブレーキ役という、勘違いを生んだのではないかと思う。取締役会でよく起こっているのは、企業価値毀損への心配性という、まだそういう空気が流れているのではないかと思う。監督・モニタリングとアドバイス、あるいはアドバイザリーボードという言い方もかつてよくしたが、その解釈については、まだまだ多様であると思う。アドバイスをするということは、経営陣に対するよき、あるいは新たな気づきを与えることであり、これはモニタリングボードには決して反しないと思う。武井先生もよく言われるように、グッドクエスチョンというのは本当に大事だと思う。と同時に、クエスチョンだけでは企業価値創造に結びつかないケースも、場合によってはあるのではないか。社外取締役から何らかの提案とかアドバイスがあってもいいのではないかと思う。

続いて、指名委員会等設置会社に関わる問題について。指名委員会等設置会社でなくても他の機関設計の会社でも、もう9割ぐらいが指名委員会、あるいは報酬委員会を設けているわけで、これは大きな進歩だと思っている。プライム市場、とりわけグローバルに活動しているプライム市場上場会社を想定すると、もう社外取締役は過半であるし、指名委員会は過半が社外、場合によっては、例えばソニーにも代表されるように、全員社外というところも結構多く出てきているように思う。果たして全員社外でどれだけリアリスティックで深い議論ができるかという問題は残っていると思う。確かに社外取締役にサクセッションで候補者のことを知ってもらう工夫をしている会社も、最近、多くあるが、それで本当に深い議論につながるかというと疑問なしとしないのではないかと思う。

それから、取締役会の実効性評価でよく指摘される課題は、いろいろなところで指摘される。内ヶ崎さんに後で補っていただくといいと思うが、指名委員会での議論をもっと取締役会にフィードバックしてほしい、指名委員会からのフィードバックが足りないという御意見・ある種のフラストレーションをよくいただくことがある。確かに指名委員会等設置会社では取締役の選任が指名委員会の専決事項になっていて、社外取締役の一部だけが指名委員になっている場合には、他の社外取締役は指名に関与しないので、このような不満が今後も残る可能性があって、場合によっては深刻化すると思う。この問題を解決するには、指名委員会は選任の発意にとどめて、取締役会で議論して決めるというような代替案もテーブルの上に乗せて議論していく必要があると思う。

CEOの選解任について、社長任期制を敷いている会社がまだ多く、果たして長期にわたる構造改革、長期にわたる構造改革による稼ぐ力の向上につなげられるだろうかという

問題があると思う。先ほども中西課長から、指名委員会でCEOのきちっとしたパフォーマンスの分析評価を行っていない。やっているのは2割ぐらいというデータの御紹介があったが、そのため、再任、解任の議論につながりにくいと思う。問題点としては、そもそも社外取締役で指名委員になっている方に、失礼ながら、そうしたスキルやケイパビリティを持ち合わせている方がどのくらいいるかということである。

最後に、取締役会の実効性評価は大事で、通常は取締役会のメンバーに質問して回答していただくわけだが、社内の経営会議等の実効性評価、つまり執行側の実効性評価というのも大事。先ほど中西課長から、執行側も議論のスコープに入れたらどうかという御提言があったが、私は大賛成。いくら取締役会の実効性を高めても、その前提としての経営会議等の実効性が高くならないと、取締役会だけで稼ぐ力を高められるかというと、すごく難しいと思う。

【塚本委員】 五点ほどあるが、まず 81 頁でお示しいただいている、CG改革につい て。企業群に関して、先ほど、57 頁で海外企業を競合とする企業にある程度集中しては どうかという御説明があった。企業群をどのように定めていくかというのは、この研究会 のアウトプット、どういったものを施策として示していくかとも関係してくると思う。例 えば、社外取締役を過半数にすることを前提にしてどういう施策をするか等が念頭に置か れているとすると、プライム市場でも、現在、社外取締役が過半数の会社は 20%程度に 留まるので、そのような前提のもとでの施策にはまだ取りかかれないということになりか ねない。そうすると、グローバル企業のガバナンス体制を海外の会社のものにある程度そ ろえていくという観点から、そういった企業群を念頭に置いて、社外取締役を過半数にす るということを中心とした議論をしていくというのが考えられる。一方で、この研究会の 名称にもあるように稼ぐ力を強化していくとなると、日本企業全体としてボトムアップを していくという観点もあり、企業群を絞り過ぎると、稼ぐ力の強化の部分が薄くなってし まうのではないかと思う。また、そもそもグローバル展開をしているような企業はガバナ ンス改革をかなり進めているかと思うので、ガバナンス改革についての伸びしろがどこま であるのかという問題もある。そのため、せめてプライム市場ぐらいには広げてもいいの ではないか。先ほど御紹介があったとおり、プライム市場の上場会社は3分の1の社外取 締役設置を進めており、そのもとでどのように取締役会で議論すべきかや、社外取締役に 求めるスキルが何か、社外取締役をどのように評価していくかというような議論もまだま だ重要性はあると思う。過半数に満たないまでも、現有勢力として3分の1いる社外取締

役をどう生かしていくかという観点から、稼ぐ力に関する取締役会の議論をどのように進めていくかということをこの研究会で議論する意味もあると思われ、あまり絞り過ぎなくてもいいのではないか。

二点目、各プレーヤーでどんな取組があるかについて、いろいろな会社の話等を伺うと、まずは社長が、経営トップが腹落ちしないとガバナンス改革は進まないが、その腹落ちがなかなかしづらい理由の一つが、結局ガバナンス改革をして、株価は上がるのか、企業価値が上がるのかが見えてこないことだという。社外取締役を入れたら企業価値が上がるという因果関係や相関関係はなかなか立証・実証できないということは理解しているが、50 頁では稼ぐ力の強化に寄与しているとの指摘もされているところであり、今日、御紹介のあった味の素等の会社で数値がよくなっているか等、個社を挙げてというのは難しいのかもしれないが、個社の取組の中で、株価や企業価値が上がったというのが分かりやすい形で、経産省のほうでお示しいただけると、経営トップも腹落ちしやすいのではないかと感じている。

三点目は、先ほど伊藤委員がおっしゃっていたアジェンダ設定について。取締役会で もっとこういうことを議論すべきだという話はいろいろと御指摘のあるところ。一方で、 取締役会で決議事項として挙げなくていいものは何かということの議論も、もう少し深め てもいいのではないかと思っている。もちろん各社で付議基準を引き上げていくという取 組はしているが、例えば事業ポートフォリオの見直しでこの事業から撤退しようとか、あ るいはこの2~3年でM&Aに対して何千億円の予算を使っていこうとか、そういう大方 針を取締役会で決めるが、その後に、果たして、この会社を買うとか、この会社にこの事 業を売るという個別の議題を本当に取締役会で決める必要があるのかというのは、議論の 余地があるのかなと思っている。もちろん機関設計によってどこまで執行側に委任できる かという論点はあるが、その点はひとまず措くとして、社外取締役も個別の議題で挙がっ てこないのがむしろ不安だというのがあるのも分からないでもないが、それで議題に挙げ ると結局細かい契約条件についてのコメントが社外取締役から入り、細かい指摘・意見を 受けるという印象を執行側が受けるという悪循環にもなっているので、割と大胆に、大方 針はじっくりと取締役会で議論して、その方針に基づく個別の執行は執行側に任せていい のではないかというようなメッセージが打ち出せると、それによって、大方針についての 議論こそもっと時間をかけましょうというメッセージも分かりやすくなるのではないかと 感じている。

四点目は、会社法改正のところ。初回なのでやや大風呂敷を広げたい。今回、議論として挙がっている中で、一つ大きいのは、実質株主の特定である。対話を充実化させていこうということであるが、対話の充実化と引き換えに、株主総会の合理化も議論に取り上げてもいいのではないかと思っている。バーチャルオンリー総会にも関わるものであるが、そもそも株主総会は何のためにあるのかから議論をしていくと、議論も深まると感じている。これも経済界の方の話を伺うと、事前の議決権行使でもう可決が決まっている中で、本当に株主総会を開催する必要があるのかという意見がある。例えば、対話の充実化の結果、事前の議決権行使により一定の賛成割合に達していれば株主総会を開かなくていい、可決したものとみなすといった合理化の話までつながっていくと、株主総会の開催にかける労力を本業の稼ぐほうに振り向けられると思っている。会議体としての株主総会の在り方は議論を深めてもいいのかなと思っている。

余談だが、もしそういった形で株主総会を開かなくていいとなると、例えば6月に集中 している株主総会を7月以降に設定するというのも可能になるのではないかと思われ、そ うすると、総会前の有報の開示も達成できるのではないかと考えている。

五点目、指名委員会等設置会社に関して、恐らく、取締役会の過半数が社外取締役であ れば指名委員会、報酬委員会の権限を弱めるというのが出てきやすいテーマであるかと思 い、それは非常に重要だと思っている。監査等委員会設置会社で社外取締役を過半数に し、任意の指名委員会・報酬委員会を置く場合と、指名委員会等設置会社で社外取締役を 過半数にする場合とで、どちらがいいかという質問を受けることがある。結構悩ましい論 点であり、監査等委員会設置会社のほうが運営が柔軟なので、使いやすいのではないかと も思っている。そうすると、今後、もし社外取締役の過半数化が進むとなったときに、指 名委員会等設置会社が選択されない可能性もあるのではないか。なので、規制緩和をする と指名委員会等設置会社も選択しやすくなるのではないか。ただ、緩和すると結局、監査 等委員会設置会社も指名委員会等設置会社もどちらも同じではないかとなりかねないが、 一点、執行役を取締役会で機動的に選べるというところが違う。社外取締役が過半数にな ると、恐らく業務執行取締役の数はどんどん減っていくと思うので、そうすると、取締役 の地位を前提としない執行メンバーを選べるという点は、指名委員会等設置会社のメリッ トでもあると思う。株主総会のタイミングで役員の入替えがされるということが、7月総 会に移行するに当たってのネックと言われることもあるが、指名委員会等設置会社に移行 すれば、そういったネックがなくなって、7月総会、あるいは有報の総会前開示等にもつ

ながりやすいのではないかとも感じている。

【三笘委員】 まずコーポレートガバナンスに関しては、過去 10 年ぐらいを見てみると、 日本の企業は非常に真面目に取り組んでいるといえる。形式先行ではないかという御指摘 があるのはごもっともだが、形がないと実質も伴わないので、取りあえず形式からでも進 んでいるというのは評価してもいいのかなと思っている。

資料の 81 頁のところにある対象企業をどのようにするかについて。日本企業をリードしていく企業を中心に議論をしたほうがよかろうと思っている。具体的に言うと、時価総額1兆円以上の会社、今、手元で見たら 170 社ぐらいあるが、基本的にはこの規模の企業、プラス、これからそこを目指す企業群を念頭に議論をして、ほかの企業については、そこに入りたいのであれば頑張ってくださいという形にした方がよいと思っている。実際のところ、コーポレートガバナンスの改革、あるいは制度をつくっていくということになると、それ相応のコストがかかるので、全ての企業にやれというのは、非常に非効率。なので、ある程度コストをかけてもよい企業を念頭に議論をしたほうが高度なコーポレートガバナンスの議論ができるのではないかというのがその理由である。

執行と監督の分離の話について。弁護士の仕事の上で企業の方々とコーポレートガバナンスの話をする際、コーポレートガバナンスというのは、リスクマネージメントの話だと説明している。そして、リスクエリミネーションではなくて、リスクマネージメントなので、ゼロリスクを目指さないでくださいともお伝えをしている。それは何を言っているかというと、経営陣が失敗しても致命傷でなければ構わないというぐらいで監督をしないと、全ての案件について社外取締役が関与しないといけないのではないかということになってしまってワークしないので、多少痛い目に遭うくらいですむなら、それを今後の教訓にすればよいというくらい鷹揚に構えていただいたほうがいいですということ。他方で、日本企業は概して何もしないリスクについて鈍感なので、何もしないと周回遅れになるということを、経営陣の方々にちゃんと伝えて、経営陣の方々に創意工夫をさせるというのも社外取締役の重要な仕事だということも、もうちょっと喧伝してもいいのかなと思っている。

今回の議論の中の一つの重要なポイントである会社法の改正について。会社法の改正で、今回、実質株主の情報開示制度というのが議論されているが、これに関してはぜひとも実効性の担保をしていただきたい。会社法に書くということになると、違反したときに過料とか罰金とかという話になるが、これはほとんどワークしない。こういうことについ

て違反する人は、「損得勘定」を考えて確信犯的に違反するので、ちゃんと実効性のあるペナルティを科さないと意味が無い。その観点からは、例えば議決権の停止なども盛り込んでいただきたい。勝手に経営陣が議決権の停止をするのはおかしいということであれば、裁判所に申し立てて停止命令を出してもらうという手続を入れても構わないのだが、仕組みはともあれ、とにかく実効性のある規制にしていただきたい。

従業員に対する株式の無償発行についても、制度としては入れていただいていいと思っている。ただ、ちょっと御注意いただきたいのは、この制度が広く広まったために、雇用の流動性が阻害されるようなことになるのは避けていただきたい。たとえば転職のため自己都合退職するとそれまでに付与されたエクイティ報酬が大きく没収されて不利になるというような制度として広く使われると、結局日本の経済によくない影響を及ぼすことになってしまうので、そのように使われないように御配慮をいただきたい。これは会社法の問題なのか、税法の問題なのか分からないが、トータルとして、そういうあたりの目配せはしていただく必要があるかなと思っている。

バーチャルオンリー株主総会についても塚本委員がおっしゃったとおり、いいと思うが、そもそも株主総会、本当に今のやり方でやらなければいかんのですかという点も引き続き議論をしていただきたい。私も株主総会の指導をやっているが、もうほぼ全てのケースで事前に結論は分かっている。私は、事前に結論が分かっている会議ほど不毛なものはないと思っているので、本当にこのようなことを今後も毎年やるのですかということ。経産省の資料の中にも、日本の労働生産性が低いと書いてあったが、一つには、無駄な仕事をいっぱいやっているから低いわけで、この株主総会の仕事というのも、労働生産性の面で見ると無駄なのではないかと思う。ただ、株主との意思疎通というのは重要なので、それは別の制度でやったほうがいい。株主総会という形にとらわれないのであれば、創意工夫の余地が生まれ、株主・会社双方にとってより良い方法が出てくる可能性がある。今回の会社法の改正に盛り込むのは難しいかもしれないが、それは中長期的にお考えいただきたい。

最後に、指名委員会等設置会社の制度改正について。ロジカルな観点からは、今、議論されている会社法の改正に賛成ではある。しかし、そもそもこの制度が入って 20 年ぐらいたつが、市場占拠率は大体 2 %から 3 %の間をうろうろしている。要するに 97 から98%ぐらいの企業が、この制度をあえて選んでいない。そうすると、三つ制度があるが、その中で、もう制度間競争に完全に負けている制度なのに、これにまだテコ入れをす

るのかという感覚は私個人としてはある。制度改正をしても構わないが、あまり実務には 影響がないのではないかと思うので、あまり時間をかけないでいただきたい。さらに、こ の指名委員会等設置会社に関して言うと、指名委員会というのが権限を持っているのは取 締役の選解任。今、コーポレートガバナンスでは、経営陣、つまりCEOとか社長とかを どのように管理するかというコンテクストで指名委員会の議論がされているのに、指名委 員会等設置会社というのは取締役の選解任の話をしているので、ちょっとずれている。だ から、結局CEOの選解任の話をするということであれば、任意の指名委員会と同じよう に権限を拡大しなければいけない。そうだとすると、そもそも指名委員会等設置会社にす る必要はないのではないかと思う。あともう一つ、この制度に関して言うと、指名委員会 と報酬委員会が分かれている。人事評価をするときに、報酬と選解任はどうせセットで同 じ指標を見ながら議論をしなければいけないのに、法制度上は別々の組織が議論するとい うことになり、非常に非効率。運用上、メンバーを共通にするとか、合同で開催するとか というような工夫をすれば、そこは乗り越えられるかもしれないが、そもそもそうやって 乗り越えなければいけないような制度を法定のものとして置くというのはどうなのかとい う感じもある。単に委員会の決定を取締役会で乗り越えられないのが問題だというだけで はなくて、そもそも現代のニーズに合っていないのではないか。改正自体には反対しない が、あまり時間をかけないでいいのではないかと思っている次第。

【小林委員】 私は、実際にコーポレートガバナンスコードが導入されたタイミングで社外取締役に幾つかの会社で就任した。そこから見える現状という意味では、これまでの御説明にもあったように、まだまだ現場ではコーポレートガバナンスコードはコンプライ・オア・エクスプレインでコンプライをするのが目的である。取締役会で「このワーディングを入れると外部評価が高くなるのです」というような説明をするケースが非常に多い。つまり、そもそもコーポレートガバナンス改革を何のためにやるのかという焦点が、まだしっかりと経営に組み込まれていないというのが実態だと思う。コーポレートガバナンスコードをコンプライをする、こういうことをやらなければいけないのだということが浸透してきたという意味では、ある程度の成果は出ていると思うが、今こそコーポレートガバナンス改革第2弾に進む段階だと思っている。

これはオフレコだが、私が関わっている会社でコーポレートガバナンス優等生と言われていた会社が、市場の変動で非常に大きな損失を出した。これは本当にコーポレートガバナンスが機能していたのかというと、稼ぐ力という意味でのコーポレートガバナンスが機

能していなかったということの実態。これまでコーポレートガバナンス改革に積極的に取り組んできたにもかかわらず市場変動で損失を出した企業で今議論されているのは、本当にコーポレートガバナンスコードに求められていることを全てコンプライする必要があるのか。本当は、コンプライするために膨大なリソースを使うのであれば、自社の戦略、価値創造ストーリーをもっとしっかりと組み立てて、それに合うものにフォーカスしていく必要があるのではないかという議論を今、しているところ。

こうした現状を踏まえると、今回のコーポレートガバナンス改革を進めていく上での議 論のポイントとしては、価値創造ストーリーができていない、あっても、本当に腹落ちす るような価値創造ストーリーができていない企業が非常に多いことから、取締役会とし て、執行側にも、もっと時間を使わせて、価値創造ストーリーをつくっていくというこ と。それがあって初めて個別の施策、個別の経営が、そこに沿っているのかどうかという ことが判断できるので、まず価値創造ストーリーは何なのかということについてフォーカ スをさせるようなコーポレートガバナンス改革をやる必要があるのではないかと思う。そ の中には、例えば無形資産をどのように、最終的に財務上の利益につなげていくのかとい うようなこともしっかりとしたストーリーがなければ、いくら無形資産はこれです、これ ですというように並べてもつながらないので、ストーリーをしっかり押さえるために何を すべきかということを議論するのがよいのではないかと思う。加えて言うならば、コーポ レートガバナンスの在り方ということについて、取締役会で議論をすべきであると思う。 そういう意味では、丁寧に、あまりにもあれをやりなさい、これをやりなさいというよう に、ひな形を出し過ぎると、日本の企業はとにかくそれをやればいいのだと、そっちが目 的になってしまうというのは過去の経験で明らかなので、もう少し自分たちで考えるよう な、幾つかの項目は出すけれども、何を選ぶかは自分たちで考えなさいと促すような改革 の方向に持っていく必要があるのではないかと思う。

そういう観点からすると、今回の議論の念頭に置くべき企業というのは、私は必ずしもプライム市場の海外展開、海外競争をしている会社に限らず、日本の企業が海外の投資家にとって投資するに魅力的であるような企業になるためには、あまりにも狭くフォーカスせずに、もう少し広く対象を考えて議論をしてもよいのではないかと思う。例えばプライム市場全体を考えて、どうやったら自分の企業が海外の投資家からしっかりと注目してもらえるような会社になるのか、どのようにこれから海外展開をしていくのか、そういうことを考えさせるような議論にしないと、もう既に海外展開をしている会社に絞ってしまう

と、経済全体、日本の企業全体の底上げにはつながらないと思う。

会社法の議論について。従業員、子会社への無償の株式の供与については、これだけホールディングス体制をつくる会社が多くなった中で一一ホールディングだけではないが、子会社の従業員は、しょせん自分たちは子会社なのだという意識で、本社、ヘッドクォーターの従業員と比べて会社に対するコミットメントの意識が違う。もちろん採用される経緯も違う。そうすると、グループ全体として成長しなければいけないのに、必ずしもグループの社員、職員全体が同じ方向に向かわないということになる。会社法を改正して、株式報酬の普及を進めていくべきだと思う。

バーチャルオンリーの株主総会については、先ほども意見が出たが、今、有報の開示の問題が出ているので、そこと併せて考えていく必要があるだろう。加えて、企業は株主総会にこれだけお金を使う必要があるのかと、毎年思う。これだけのお金を使うのであれば、従業員や株主への還元などにもっと使えるのではないかと思うので、そういう意味でも、私はバーチャル株主総会を広く認めるべきと思っている。

それから、余談になるが、先ほど政策保有株については、コーポレートガバナンスコードで効果があったというように言っているが、これもかなり岩盤に来ていると思う。ここから先売却を進めるには、被保有企業の意識に非常に関わってくる。株を売ったら取引をやめるよとか、それに近いようなことをほのめかす企業はまだまだ多いように思う。この議論については、保有者側の売却のことだけでなく、被保有者の姿勢についても議論してもよいのではないかと思う。

最後に、社外の取締役のスキルについて、スキルマトリックスがテンプレート化している。各社本当に必要なスキルは何であるかを、それぞれの事業や戦略にそって議論をして、その内容を開示していく必要があるのではないか。

【高山委員】 私の仕事は主として二つあり、一つは、企業のコーポレートガバナンスに関するコンサルティング、それからもう一つは、企業と投資家の対話の支援。前者については、2014年から取締役会評価のコンサルティングを行っており、もう10年になるが、延べで150社ぐらいの企業の取締役会を見てきた。取締役会の状況というのは非常に個別性が強いが共通する事項もある。そういう経験に基づいて、今回の会議の議論に参加したいと思う。これからの発言内容だが、本日、議論いただきたい内容の項目に沿って意見を述べさせていただく。

まず、日本企業におけるCG改革の現状と課題というところ。現状について、いろいろ

ガバナンスコードその他で外形基準も整ってきて、形式的にはかなり整備されている状況だと思う。こういう状況について、形式ではなくて実質が重要だという意見もあるが、形式が実質を規定する部分というのはかなりあると思う。例えば社外取締役の割合、人数などというのは、特に実質性への影響力というのが大きくて、そういった基準の変化によって、取締役会の議論の内容、実効性というのがかなり影響を受けているのをこれまで見てきた。ただ、CG改革が成功したかどうかというのは、実際に企業価値、株主価値につながっているかどうかになると思う。伊藤先生がおっしゃるように、一定の成果はあるけれども、まだ課題があるというのが現状だろうと思う。実際にCG改革の状況を企業価値につなげるためには何が必要かというと、取締役会において、十分かつ実質的な議論が行われること。その議論を受けて、執行側が非常に腑落ちをして、執行のアクションを変えるというところまで持っていくことが必要になるだろうと思う。これは非常に難しくて、多くの企業で今、試行錯誤している状況にある。

このような現状と課題を受けて、2番の今後の日本企業のCG改革の進め方についてどう考えるかという点についてお話しさせていただく。対象とする企業群については、いろいろな考え方があって、それぞれ正しいとは思うが、私自身は事務局の資料にあったように、海外企業を競合とするようなグローバル展開をする企業を、まずはターゲットとするのがいいだろうなと思う。理由は、彼らはその必要性を強く感じているということ、それから改革を進めるには体力が必要なのだが、これらの企業はその体力が十分にあるということ。これらの企業が改革を進めて、その実例を示すことで、ほかの企業もそれを学んで、後を追いやすくなる。リーダー群の企業に先に走ってもらって、時間差でほかの企業にも影響力を及ぼすというのが、実際的には効果的なやり方なのではないかと考える。

それから、CG改革の進め方というところで、ポイントは二つあると思う。先ほど課題として挙げた取締役会における本質的で十分な議論を行うという観点では、社外取締役の実力発揮というのが非常に重要になると思う。まだ過半数を占めている企業というのはプライムで2割ぐらいだが、傾向としてどんどん増えている。社外取締役の割合も高まる中、意思決定において、社外取締役の重要性が高まるので、ここで十分実力を発揮してもらう必要があるだろうということになる。

そのための仕組みづくりとして幾つか考えられるが、まず一つは、指名委員会において、社外取締役のサクセッションプランの強化が必要だろうと思う。現在、CEOのサクセッションプランについては、多くの法定、あるいは任意の指名委員会でかなり注力して

議論している状況だが、社外取締役のサクセッションプランについては、まだ道半ばというところが多いと思う。そのようなサクセッションプランの強化の観点もあり、取締役会評価において、社外取締役も含む取締役個人の評価の実施が必要だろうと思う。社外取締役が就任した後、十分に貢献しているかどうか、評価のやり方はいろいろあるが、そういう仕組みを導入して、社外取締役にその意識を十分持ってもらって、議論に、より参加してもらうという形で実力を発揮してもらうことができるのではないかと思う。

それからもう一つ、取締役会のインフラ強化という観点で、取締役会事務局の強化というのも必要になると思う。これまで私は、多くの取締役会事務局の方たちと話してきたが、いろいろな課題を抱えている。個別のいろいろな課題はあるが、取締役会事務局において人数、それから質の強化が重要だろうと思う。あと、会社の中の位置づけで、まだ幾つかの企業ではほかの部署と兼任しているようなところもあるが、取締役会の重要性が増すにつれ、事務局の負担も責任も増えるので、専任部署の設置が必要だろうと考える。

最後に会社の改正について、二点、意見を述べる。一点目は、指名委員会等設置会社に おける指名委員会の権限の見直しについて。権限の見直しをすることについては、私は賛 成する。理由は事務局から頂いた資料や、これまでの御意見の中でもいろいろ述べられた が、それに加えて、グローバルな視点というところで意見を述べたいと思う。グローバル と言っても、いろいろな国があるが、例えばアメリカやイギリスなどの主要国の状況を見 てみると、指名委員会なり報酬委員会というのは、いろいろな重要な事項について、内容 を考え、そこで決定した内容を取締役会に対してレコメンデーションという形で提示す る。それで、取締役会が最終決定を行うという仕組みになっていると私は理解している。 それがゆえに、グローバルでのコーポレートガバナンスのベストプラクティスというの は、最終的な意思決定組織である取締役会の実効性を高めることによって、企業価値を上 げようという枠組みで考えられている。なので、指名委員会等設置会社のように、例えば 取締役候補の指名について、取締役会ではなくて委員会に権限があるというのは、海外の 状況から見るとかなり異常というか、異端のような感じがする。取締役会の実効性を重視 するという考え方からすれば、ここのところの見直し、あるいは検討というのが必要であ るだろうと思う。二つ目のグローバルな観点として、実は、日本の指名委員会等設置会社 の現状のこういう問題について、語弊を恐れず言えば、ほぼ全ての投資家が理解していな い。彼らは自国の制度がそのまま海外にも適用されるというように考えているので、日本 の指名委員会等設置会社であっても、取締役会が最終の意思決定権限を持っているだろう

と思いがち。実は私もいろいろ説明を試みて、海外の主要な機関投資家、団体の複数の投 資家のメンバーとかトップにこの話をしたが、腑に落ちないというか、どうしてそういう ことがあるのかと納得がいかないようだ。説明しても、やはり自国の体制に引きずられ る。一方で、何が日本で起きているかというと、日本企業の中で、指名委員会等設置会社 に移行しようと考えている企業はそれなりにいると思う。私が関わった取締役会でも、そ れは重要なテーマとして挙がってきた。ただし、この委員会に大きな権限が与えられてい るということが移行の障害になったというケースも見てきた。そうすると何が起こるかと いうと、海外投資家は、皆さん御存じのように、指名委員会等設置会社の形態がよろしい と、そちらに行くべきだという論陣を張る方がそれなりにいるが、日本の企業は行きたい けれども、障害があるから行けないということで、日本の企業、あるいは日本全体のCG 改革の実態というのが正しく理解されていないという状況があると思う。このような誤解 を解くということが非常に重要で、その意味で、会社法の改正において指名委員会等設置 会社の指名の権限の見直しを行うということは大変よろしいと思う。この結果について は、恐らく英語で海外にも知らしめると思うが、それまで時間がかかるので、事務局の方 にお願いしたいのは、例えば今、こういう研究会を立ち上げた、こういうことが課題に なっているということを英語でリリースをするというのが一つのやり方。それからもう一 つは、海外の投資家と直接対話をしていただきたい。具体的には、例えば事務局の資料に もありましたACGAは、この9月に主要な海外の機関投資家を引き連れて日本にやって くる。そのときにレギュレーターとのインタビューなども含まれていると思うので、その 場で、例えば指名委員会等設置会社などの改革について、こういう課題がある、だけれど も、我々はこのように課題に向けて対応しているというようなメッセージを出す。それか ら、もう一つ大きなグローバルな投資家の団体でICGNというのがあるが、来年、IC GNが大きな大会を東京で開いて、グローバルな投資家がそこに参加する。そこで関係者 の方が登壇して、我々のCG改革の試みについて強くメッセージを発するなどして、実際 にこうやって我々が努力している内容を正しく海外に伝えるということをお願いしたいと 思う。

二点目、実質株主の情報開示について、これについては、私は金融庁の研究会でいろいろ発言してきて、そこの内容と重なるが、重要なのは、実務上の運用というところ。実際に海外でも情報開示の制度が整っているが、例えば海外株主の情報が得づらいとか、企業にいろいろな費用とか時間の負担がかかるというのがある。なので、そういうことも念頭

に、企業の負荷を減らし、海外株主も範囲に入れるというような運用ができるような設定が必要だと思う。これは実務面の運用も必要だが、例えば会社法の文言で、それをより可能にするような書きぶりというのも、もしできたらしたほうがいいだろうと思う。

【澤口委員】 初回なので、ちょっと抽象的なことを申し上げさせていただければと思う。

この研究会はCGS研究会の流れを汲んだ研究会なのかなと理解をしているが、前回、 CGS研究会を開催されてから大分時間もたっているので、環境変化にも注意しながら議 論していただいてもいいかなと思っている。というのは、分かりやすいというか、面白い 例として、昨年、東証の要請でPBR問題が非常に話題になり、大きな影響を与えている と理解している。ただ、ちょっと腑に落ちないところは、日本でPBR1倍割れの企業が 多いということ自体は相当前から、コーポレートガバナンスコードが策定される段階から しきりに言われていたようにも思うし、CGS研究会でソフトロー的なものをおつくりに なるときの前提の議論としても何回も出てきたような気がする。ところが、昨年の東証の 要請一一これも別に強制力のない要請だが、それでこれだけ動いたのはなぜなのかなと、 非常に不思議に思い、いろいろな方に何ですかねとお尋ねしてみた。もちろん投資家も非 常にこれを活用したという局面もあるが、今までソフトローをつくるたびに活用していた ような気もするので、一番違ったのは、企業側や経営者の行動なのかなというような気も する。というのは、例えばここにいらっしゃる方は経験があると思うが、10 年前に、経 営者の方にコーポレートガバナンスコードの内容だとかCGSガイドラインの中身を説明 すると、怒られる。これはけしからん、みたいな。私がつくっているわけではないのです けれども、みたいな言い訳をした記憶があるが、大分厳しい反応があった。それが、今の 経営者の方は、このCGコード、あるいはCGSガイドラインというのは所与の前提と見 て行動しているように思う。PBR問題があれだけ動いたのは、かなりの経営者、特にP BRが1倍を割れているような企業の経営者自身がこれは課題だなと思っているところ に、よいタイミングで東証がトリガーを引いたような気がしてならない。何を申し上げた いかと言うと、いろいろな御指摘があるように、日本の上場会社のコーポレートガバナン スはまだまだであるし、課題もあれば、形式というように批判される側面があることもよ く認識しているが、10年前から振り返ると、相当変化があるのではないかと思ってい る。

指名委員会等設置会社についても繰り返し御指摘があったところだが、確かに上場会社

全体とすると、まだ導入は数%ではあるが、トピックス100構成企業、大型株に関して言うと、100 社中 27 社が現状だと指名委員会等設置会社である。非常に多い。監査等委員会設置会社よりも多い状況である。あるいは社外取締役の比率について、プライムだと20%ぐらいで、独立でない社外取締役で集計すると、直近、プライム市場だと 24%、約4分の1弱。これをまだまだと見るのか、プライムというのは1,600社もあるから、その4分の1が過半数社外取締役というのは、ちょっと驚くべきことと見るのか。10年前、過半数社外取締役の会社は片手で足りた。そういう状況がこれだけ変わっているということなので、そういう変化も見ながら、この議論をしていただければと思っている。このような研究会ではソフトローとも呼ぶべきガイドをつくることが多いと思うが、あまり先に行き過ぎると企業がついてこられないし、あまり歩みが遅いと意味がないということになってしまうので、そういう意味でも現状を少し考えながら御議論させていただければと思った。

【岩田委員】 私からは、社外取締役の経験に基づいて三つばかりコメントしたい。

まず一つ目は、稼ぐ力を強めるためのガバナンスという、その表現を見て、最初は違和感を持った。というのは、稼ぐ力というのは、広い意味ではガバナンスの問題だと思うが、これは取締役会の問題というよりは、やはり経営者、執行側の問題で、取締役は、それが発揮できるような環境をつくるとか、後押しをするとか、そういう立ち位置ではないのかなと思った。しかし、今日の御説明、伊藤先生のお話などを伺うと、今回はガバナンスの範囲を少し広げようということであるから、そのように考えれば整合性はあるのかなというように感じた。取締役会は、中長期的な企業価値をどうやって高めるかというのが役割だと思うので、企業価値の毀損をどうやって防ぐかという、守りのガバナンスのところと、両方をやらないといけないと思う。残念ながら、企業はたくさん課題を抱えていると思うので、守りのほうも決して万全ではない。これと、稼ぐ力につながるであろう攻めのガバナンスと、両方をバランスよく、どういうウエイトで取締役会としては考えていくのか、そういう議論が必要なのかなと思う。従来、多くの日本企業は取締役会の議題数とか取締役会が割く審議の時間の長さとかを考えると、ややもすると守りのガバナンスのところが多くなりがちなので、意識的にもう少し、攻めのガバナンスのほうにウエイトを移すという議論を取締役会でやるということは大いに賛成。

二つ目は、これは冒頭の課長の御説明とも全く問題意識は同じなのだが、コーポレート ガバナンスというのが生まれ、企業にとっては外からガバナンスコードができて、それに いかにコンプライするかということで進めてきたが、でもよくよく考えると、これは企業 戦略の一部というのか、事業戦略を展開するための枠組みであって、企業戦略と離れたも のでは全くない。企業戦略は企業によって様々、同一企業でもその時々によって大きく変 えていくものなので、ガバナンスの形も様々であってしかるべき。ところが、どこの会社 も似たガバナンスの形をしているのだが、それでよかったのだろうかという感じがする。 取締役会で、自分たちが今、置かれている状況を見て、自分たちにとってコーポレートガ バナンスはどうあるべきかという議論がされてこなかったのが問題だと思う。したがっ て、この委員会のアウトプットは、また新たにコンプライする基準が増えるようなものに は絶対にならないように、企業が自社のコーポレートガバナンスの在り方を議論するきっ かけになる、あるいはそのときに参考になるようなたくさんの事例情報も含む多様な選択 肢を示すような、そういうアウトプットであれば、多くの企業にとっては非常に参考にな るのではないかと思う。

三つ目の点だが、会社法の改正の幾つかの項目の中で、指名委員会等設置会社の権限の 見直しについて、私の見方をお話ししたい。法制上の位置づけは、三笘先生も言われた が、大した問題ではないと思う。指名委員会等設置会社の実態を申し上げると、取締役候 補は指名委員会が決定して、取締役会に報告する。一方、社長をはじめ執行役は指名委員 会で下準備の議論をさんざんする。具体的には、CEOのサクセッションプランとして候 補者をどのようにプールするか、それをどのように育成するか、評価をするか、そしてそ の結果、具体的な執行役員の顔ぶれを、事実上指名委員会が決めて、それを取締役会に挙 げて、取締役会は形式的にそれをオーソライズしているというのが実態だと思う。だか ら、決定権限が取締役会にあるか、委員会にあるかというのは、実態上は全く関係ない。 むしろ問題は、伊藤先生もおっしゃっていたが、取締役会と委員会の間の情報シェア。取 締役会の実効性評価をすると、指名委員会からの取締役会への報告は適切に行われている かという設問に対して、どこの会社も非常に評価が低い。そういう運用上の問題であっ て、法制上深刻な問題ではないと思うし、ここに法制上、手をつけると、指名委員会等設 置会社という特別の区分を設けることの意味というのはそもそも何なのかなという議論に 行き着くと思う。そういう大きな議論をするつもりだったらいいのだが、そうでない現実 の問題を解決するという観点から行くと、これは法制上の問題ではないと私は思う。

【内ヶ﨑委員】 81 頁のアジェンダに沿って御説明をさせていただく。

まず1番目のコーポレートガバナンス改革の現状と課題について、稼ぐ力を強化するため

には、コーポレートガバナンス改革を通じて、取締役会から大胆に経営チームに権限移譲 していく必要があると思う。経営チームを強化していくことが、コーポレートガバナンス 改革を通じて稼ぐ力を強化することにつながると思っている。取締役会の役割としては、 株主・投資家等のステークホルダーからの信頼を得るために監督機能をしっかり強化し て、経営執行の正当性の根拠を開示やエンゲージメントでしっかり示して、社会からの信 頼を獲得するということが重要だと思っている。コーポレートガバナンス改革を通じて、 健全で競争力のある経営を後押しするという共通理解を経営陣と取締役会の間で醸成する ことが必要だと考えている。皆さんからお話があったとおり、稼ぐ力は経営の執行側にあ るというのは当然なので、その経営の執行側の意思決定の質やスピードを高めて、経営の リスクテイクや投資等、経営のチームを強化していくためにコーポレートガバナンス改革 を活用していく視点を持てるかどうかが重要ではないかと思っている。具体的には、CE 〇がパーパスを実現するためのマテリアリティを特定して、社会課題を解決しながらサス テナブルに成長するための価値創造ストーリーを取締役会に提案をする。取締役会で各種 経営の基本方針を策定し、この基本方針に基づいて経営執行に大胆に権限移譲をし、当該 基本方針に基づく取締役会が監督機能を発揮する、こういった関係性を経営チームと取締 役会で、執行と監督の両輪として機能強化していく必要がある。それによって、ダイナ ミックケイパビリティを獲得した経営につながると思っている。やはり一番重要なこと は、自社の基本方針の共通理解をしっかり取締役会で醸成することであり、取締役会の実 効性向上にとっては欠かせないと思っている。私は日々、グローバル大企業のCEOの 方々からいろいろお話を伺っているが、皆さん、本気で社会課題を解決しながら企業をサ ステナブルに成長させたいという強い覚悟をお持ちだと思う。CEOの方がアニマルスピ リットを持って、人財・知財・R&D投資を加速しビジネスモデルを強靭化させていくた めには、多様性のある強い経営チームやボードルームが欠かせないと考えている。少しま とめると、経営の基本方針、これが一点目。強い経営チーム、これが二点目。強靭な取締 役会、これが三点目で、この3軸で当該順番で機能強化を図っていくことが、コーポレー トガバナンスが稼ぐ力の強化につながる企業になれるかどうかの分かれ目ではないかと考 えている。

2番のコーポレートガバナンス改革を進めていく上での検討の企業群のところ。先ほど 澤口先生からもプライム 1,600 社のうちの 4 分の 1 ぐらいが社外過半数とのお話があった が、大体 400 社ぐらいだと思う。例えば J P X 400 の時価総額が日本企業全体の時価総額 に占める割合は大体 80%ぐらい。この 400 社ぐらいというのは、欧州の主要なプレミアム上場企業の数とも近いので、グローバルな観点からもJPX400 ぐらいの企業群を主な対象として議論するのも一案である。日本をリードするグローバル大企業は、正に不確実性が深まる外部環境において、長期、中期、短期という全時間軸、それから株主、投資家、従業員、取引先、NGO、NPOを含めた社会という全方位での難易度の高い経営が求められている。そういった企業群の方々がCG改革を活かして稼ぐ力を強化して競争戦略を勝ち抜き、そういったベストプラクティスを参考にして、他の企業もコーポレートガバナンス改革を競争戦略として活かそうという潮流が生まれてくるのではないかと期待している。

続いて、2番の②の取組の方向性について、経営の健全性と競争戦略の両輪を実現してグローバルで勝ち抜くためには、日本企業の取締役会をモニタリングボードにしっかり振り切って、間接民主型のガバナンスを目指していくことで経営の意思決定の質とスピードを上げつつ、開示や対話をより充実させて株主・投資家を含む社会からの信頼を獲得していく。そういう観点でCG改革や会社法改正の検討をしていくべきである。例えば、取締役会をリスクヘッジ型からリスクテイク型に変革することや、塚本先生からもお話があったように、株主総会や取締役会の決議事項を減らして株主総会をIR型に取締役会をSR型に変革するといったメッセージを出していくことも考えられる。

最後に3番目の会社法改正について、経産省で挙げていただいた改正事項に対しては全て賛成。グローバルな競争戦略を勝ち抜くために後押しするような会社法改正につながるので、基本的には全て賛成。

ただ、その中でも優先順位ということで、二つ挙げさせていただく。一つが、「従業員等に対する株式の無償交付」の問題。日本企業がグローバルな人財獲得競争にさらされているという背景がある中で、欧米企業はトータルリワードという観点で、給与・賞与・株式報酬・福利厚生・年金をインセンティブプランとしてパッケージで提供している。欧米で当たり前になっている従業員株式報酬を導入することは、人財獲得競争の観点から、インフラとして非常に重要である。現在、現物出資方式や信託方式を活用して、株主総会を経ない形で従業員株式報酬を導入リリースしている企業がもう数百社を超えているので、今回、従業員等への株式無償交付を株主総会決議のない形で解禁しないと、全く活用されない制度になってしまう。

二つ目の「株式対価M&Aの拡大」については、従業員株式報酬と関連づけて御説明さ

せていただくと、皆さんからもお話があったとおり、政策保有株の流動化が今後、どんど ん進んでいく中で、金庫株の活用戦略がより経営戦略としてフォーカスされてくると思 う。欧米企業では、ざっくり御説明すると、金庫株活用の第一プライオリティが役員や従 業員、人的資本への投資。二番目のプライオリティが、GAFAMのように、混合型 M&A で金庫株を活用して爆発的に企業規模を拡大していく、事業への投資。最後の手段 が、自社株を消却して株主に還元するというやり方。自社株をやむなく消却している企業 が多いが、本来であれば人にしっかり投資をしたい、それから事業に投資をしたい、成長 戦略や競争戦略で活用したいと思っている経営者の方は多い。例えば、GAFAMなどは バーンレートとして発行済株式総数の数%ぐらいの予算を毎年取って、役職員の株式報酬 として活用している。つまりは、毎年、数兆円単位の予算を取って、役職員に戦略的に株 式報酬を交付している。AI人財・データサイエンティストなどの人財獲得競争にさらさ れている日本企業は、難易度の高い人的資本経営にさらされている。もう一度まとめる と、自己株を活用した株主・資本戦略として、まずは人への投資、人的資本経営の強化。 次に出てくるのが事業への投資、株式対価M&Aの活用。三番目に出てくるのが、ROE 戦略も含めた消却による株主還元。こういった優先順位で日本の経営者の方々も金庫株を 活用したいと考えているので、それを後押しするような会社法改正につなげていければと 思っている。

最後に、伊藤先生から御指名を受けたので、機関設計のところで「指名委員会等設置会社の権限の見直し」についてもコメントさせていただく。取締役会にしっかり権限があって、取締役会から経営陣に経営執行の権限を大胆に移譲する。監督の機能については指名・報酬・監査やサステナビリティ委員会を含めて、取締役会から各委員会にタスクアウトしていく。こういった考え方は、CGSガイドラインの中でもこれまで示されてきた考え方である。指名委員会等設置会社における、指名委員会での取締役の選解任議案決定や報酬委員会での取締役や執行役の個別報酬決定については、これまで目指してきた取締役会を中心とした間接民主型のガバナンスで稼ぐ力の強化に貢献するという考え方とあまり整合的ではない。例えば、独立社外役員が過半数の取締役会では、各委員会での専門的議論の結果を最大限に尊重した上で最終的な決定権限は取締役会が保有するべきと考える。実務では指名委員会、報酬委員会、監査委員会での議論を独立社外役員が集まったエグゼクティブセッションで共有したり、カンパニーセクレタリーが各委員会の議論を連携したり、創意工夫はしているが法制上の手当も必要であると思っている。

【大内委員】 この研究会のテーマは非常にすばらしいと思う。というのは、私は企業法務に 35 年間在籍していたが、その期間、ほとんどコンプライアンス、内部統制というのが大きなテーマだった。恐らく、その時期を脱して、稼ぐ力にウエイトを移していこうという問題提起をしていると理解している。

二点、申し上げたいと思うが、一点目は、今の会社のガバナンスは、違法行為、不祥事 を起こさないための仕組みに長年取り組んできている。そのためのボードの構成であった り、仕事の仕方をしている。一方、取締役は皆、極めて大きなストレスの中に置かれてい る。典型的には代表訴訟。そういった中でアニマルスピリット、非常にいい言葉だが、蛮 勇を持たないとなかなか大胆な行動が取れない。ただ、蛮勇を持つ人はそんなにたくさん はいないと思う。常識的なよい経営者であっても、しっかり大胆な意思決定をする仕組み に移行していくべき時期ではないかというように言っていただいたと理解している。その ときに、社外取締役の方々のサポートが重要であるというコンセプトも非常にすばらしい と思う。そうであれば、監督機能という言葉をサポート機能、あるいはステアリング機能 というように呼び変えていく時期かなと思う。もう一つ、では、どういう方々がそういっ た社外取締役のお仕事をできるのか、していただけるのかというと、社長の悩みを自分事 として本当に悩める方。自分だったら、違う道を行く、自分だったらそれはサポートする よ、やってみろと、社長と同じ問題意識で議論ができる方が、理想形だが、必要になると いうこと。そして、そういった方々のエコノミーを社長に近い状態に置く必要がある。こ れは報酬のレベルということもさることながら、現在多く採用されているであろう、損害 賠償額の上限についても。例えば私ども、今、何兆円という蛮勇を講じて大変な目に遭っ ているが、社外取締役の方々の損害賠償の上限と、社長がさらされている個人賠償の額は 雲泥の差があり、果たして同じ目線で議論ができるのか。これはできるという方ももちろ んいると思うが、どういった方がどういうマインドで仕事をするべきなのか、人間のこと なので、気持ちの入った議論をしていただきたい。

二点目はバランスという観点からの話だが、内部統制に軸足を置いているために、会社法も不祥事を防ぐ方向で整備され過ぎている。あるいは、適切な整備が進んでいない。例えば総会がなぜ面倒なのかというと、質問権が強過ぎる、あるいは決議取消訴訟のリスクが高過ぎるからだと思う。今のままであれば、今ぐらいの準備はしないと危ないと思うので、例えば社外取締役の方々が十分な議論がなされたと言ったら、決議取消訴訟はある程度の範囲でブロックできるとか、あるいは代表訴訟もある範囲でブロックできるとか、そ

ういった、ある程度株主の権限を社外取締役に付託できるという仕組みをセットで考える こともあってもいい議論だと思う。すなわち、社外取締役の皆様の見識に頼るということ は、やはり権限と責任を増やすということなので、ぜひバランスの取れた議論をしていた だければと思う。

今回、非常に優秀な方々においでいただいているので、ぜひ勉強させていただきたいと 思っている。

【江良委員】 一点目は、実は問題意識は岩田さんと全く一緒で、ガバナンスの稼ぐ力と 言ったときに、執行の問題なのか、ガバナンスの問題なのかが整理されないまま、攻めの ガバナンスという言葉で、議論を雑にし過ぎてしまったなという気が、正直している。実 感から申し上げると、議論いただきたい内容の1の②のところだが、稼ぐ力とか、ガバナ ンスがしっかりしている会社というのは、執行のトップのCEOの意識次第に尽きてしま うなというところがあって、ニワトリと卵の問題ではある。社長が自分の会社に対して健 全な危機意識を持っていて、その状況に対して変革の意思を持っていて、それに対して、 当然経営戦略だったり、ビジョンがあって、それを実現するためにうまくガバナンスの仕 組みを使う。あえて、うるさい社外取締役を入れてみて、社内で喧々諤々、議論が起こる ようにするとか、そういった仕組みを実効的に使うという意思があるかないかによって、 制度設計の分かりやすさであったり、あるいは実効性が大きく変わってくるなというとこ ろ。ただ、一方で難しいのは、問題意識とかやる気を外から喚起するというのは結構大 変。投資家という立場から議決権行使とかでやることに一部影響はあるのかもしれないの が、最終的にはその人となりが大きく影響するので、実は多くの投資家はいい経営者がい るかどうかを見て、その人となりで判断している気がする。そういった人をどう選ばれや すくするか、そういった方をどうつくっていくかは一つ、仕組みとして考えなければいけ ないのかなと思っていた。一方で、執行と監督のバランスという観点から、日本固有の部 分もあるのかなと思うが、日本自体の取締役会が業務執行を担うパーセントがすごく高 い。一応、監査役会が違法性についてはちゃんと見る仕組みになっていて、そこの概念が いまだに根強く残っていて、それをモニタリング型に徐々に移してきたのがガバナンス改 革の流れなのだろうなと思っている。それが結果的に、今、中途半端な状態になっている という考え方もできるのかなと思っているので、企業ごとのステージ等によってバランス は決まると思うが、そのバランスに応じて在るべき姿を示すことで、長期的には、全体と してモニタリング型にシフトしていく方向性にあるのだろうなと思う。そういったことを

少し念頭に置きながら、今回、議論を進めていくのが重要なのではないかと思う。なので、内ヶ﨑さんが先ほどおっしゃっていたようにモニタリング型にシフトしていくかわりに、執行にはどんどん権限を与えていって、責任も権限も与えるけれども、何かあったときにはすごく怒るというようなモデルにシフトしていくということが重要かなと思っている。そうすると、社外取締役が各論について突っ込んでくる問題も解消できると思うので、そのバランスを見直すだけで大分変わるのではないかと思う。

二点目が、そういった仕組み設計のビジョンをつくるのはCEOの仕事なのか、それとも議長の仕事なのか。海外だと、取締役会議長を社外取締役の方が担うことが多いと思うので、長期的にはそういう世界観を目指すべきなのだろうなと思いつつ、一方で会社の実態であるとか歴史であるとか、ビジネスモデルを深く理解しないといけないという、そのバランスをどう取るか。要はモニタリング型に移行すること自体は構わないが、移行したときに核となるような方をどう増やしていくのか、担保していくのかはすごく重要だなと思っている。先ほど大内さんがおっしゃったように、社長と同じ目線で議論できる方が、感覚としては大事なのだろうなとは思っているが、そういった人がどういう方なのか。うまく活用できている会社の例をもう少し研究してもいいのかなと、正直思っている。そうすると、一つのツールとして、伊藤先生が冒頭に価値協創ガイダンスを使うということがあって、それ自体は全然いいことだなと思うが、一方で、多くの会社がコーポレートガバナンスガイドラインというのも結構整備して、開示しているかと思う。本来だったら、それを軸として、取締役会の在り方や機能というのは決まる話だと思う。今は少し形骸化しているところもあるのかなと思うが、それをツールとして整備していくという方法も、考えてもいいのではないかと思う。

あと、対象範囲について、私は三笘先生の感覚が近くて、時価総額ベースで見ていくのが一番分かりやすいのではないかと思っている。1兆円なのか、時価総額全体のカバレッジ、7割、8割ぐらいなのかというのは、多分、正解のない話だと思うが、投資家という観点からすると、時価総額をまず入り口で見ることが多い。感覚としてはトピックス 500 ぐらいの会社のあたりでガバナンスであったり、経営の仕組みというのがどんどん高度化していって、それがほかの会社にも、特にやる気のあるような方々に波及していくというのがすごくいい流れなのではないかと思う。

最後に、会社法のところについて、全体的な論点としては特に異論はないが、これ全部、具体的な論点を詰めていくと、いろいろ考えなければいけない運用面の課題だった

り、法的な課題というところが出てくると思うので、今後の各論の中で議論させていただいたほうがいいのかなと思っている。

さはさりながら指名委員会設置会社の、指名委員会の法的権限のところについて、海外だと、当然、取締役会に最終的には権限が付与されていることが多くて、例えば当社では、実はCEOの評価というのは全部、報酬委員会のほうでやっていて、解任等、何かあったときにはガバナンス委員会と共同しながら、最終的には取締役会でちゃんと議論する立てつけになっている。なので、分かりやすさという観点をあまり強調し過ぎてもよくないのかもしれないが、海外がそうなっているというところも踏まえて、取締役会に指名権限を戻す方向性に議論としては持っていってもいいのではないか。あとは、何か少しでも、組織の運営上やりにくいところが、しかも法的な観点があるのであれば、それはある程度見直して、基本的には企業に自由度を与える方向の議論も重要かなと思っているところ。

【大場委員】 私からは、もう皆さんからいろいろ的確な御指摘があるので、あまり触れられなかったことを中心に三点お話ししたいと思う。

一点目は、まず現状の評価で言うと、私はガバナンス改革に終わりなしというのが基本原則だと思う。こうすればいいという到達点は多分ないのでこういった研究会等を通じてフォローアップこそが重要ということではないかと思う。評価をするときに非常に難しいのは、時間軸での評価と現時点での評価があることだ。時間軸で見ると、10 年前、社外の人にその企業のことが分かるはずがないという意見がある中でスタートしているので、ガバナンス改革は相当進んだといえる。それから現状については、ガバナンス改革は当然のこととして認識し、自主的に取り組んでいる企業群と、形式だけ整えている企業群の二つに分かれていると思う。したがって、一言で言うと、なかなか現状がどうかというのは言いづらい。ターゲットをどこに絞って、意見を発信するかというのが非常に重要になってくる。

二点目は、投資家の視点から少しお話をしたい。私は今、投資をしているわけではないが、協会の会長をやっているので、会員の声ということでお聞きいただければということ。全体として見ると、ガバナンス改革はまだまだ改善の余地があるというように考えざるを得ない。最大の理由は、日本の若者のお金が日本の企業に向かっていないということ。つまり投資の魅力があると期待されている程度が低い。具体的に言うと、この上半期に資産運用立国実現プランで新しいNISA制度ができて、大変多くの若者が将来の資産

形成に向けて口座を開設した。驚くべきことに、ほとんどのお金が海外に流れていて日本企業には向かっていない。これは事実として、日本の企業は真剣に受け止めないといけない視点ではないかと思う。逆に言うと、東証が株価を意識した経営を要請するということ自体がそれを物語っているのではないかという言い方もできると思う。では、どのような声があるか、具体的なことを申し上げると、企業価値を高めるというのは、資本コストを上回る利益を上げるというようなストーリーが描かれない限り、ファイナンスの理屈からして企業価値は高まらない。こういうことにフォーカスした取締役会になっているのかどうか、確信が持てない。それから、これは岩田委員からも御指摘のあった点だが、各社が同じようなことを言っている。つまり、各社は各社なりの歴史があり、やり方も違うはずだし、ビジネスモデルも違うはずである。各社が自主的に考えることを前提としてシナリオができているようには認識できない。こういう問題があるという声が来ているので、ここは考えるべき点だと思う。

それから三点目、さはさりながら、投資家のほうにも大きな課題があると認識をしている。一つは、なぜ多くの投資家が TOPIX という 2,000 以上の企業で構成される指数をベンチマークにしているのか。JPX日経 400 で時価総額の 8 割ぐらいを占めるのが現状だと思うが、なぜか投資家の指数が TOPIX になっており、プライムより多い。これを何とか見直せないか。もう一つは、事実として検証してみたが、今、運用会社を経由して資本市場に流れているお金は直近で概ね 1,000 兆円。全銀協が公表している間接金融で融資がなされている金額は直近で概ね 620 兆円。はるかに大きなお金が資本市場を通じて流れているにもかかわらず、そこに携わっている企業を分析する人数は、数千人、2,000 人ぐらいだと思う。これでこの企業をカバーするというのは極めて無理がある。恐らく間接金融には 10 万人単位の人数が携わっているかと思う。あまりにも資本市場を通じて企業を見るという経営資源が乏し過ぎる。十分な経営資源を投入せずに資本市場と向き合っているのが実態である。これは、我々が抱えている大きな課題ではないかと認識している。したがって、そこについてもう少し努力を、我々自身もしていかなくてはいけない、こういうことではないかと思う。

【武井委員】 まず中西課長がおっしゃった「ガバナンスは挑戦、成長のためのOSである」という表現は、これはすごく名言で分かりやすいと思う。今回、挑戦する力、稼ぐ力の強化、イノベーションのためにガバナンスをOSとして捉えるというのは大きなメッセージなので、ここはぜひ前面に出していただければと思う。

その上で何点か申し上げると、皆さんがおっしゃっている点とも絡むが、一点目が監督の在り方の実質論、執行と監督の分離だけでなく両者の役割分担が重要なイシューだと思う。取締役会という場が監査役会設置会社の名残で、どうしてもマイクロマネジメントを行う場になっているのではだめで、いろいろな大きな戦略とか、価値創造ストーリーの議論がボードの場で十分できているのか。SX、GX、伊藤先生からお話のあったDX、人的資本、それらが価値創造ストーリーをきちんと議論する場としての監督と執行の役割分担が重要となる。なお、本当に重大な企業不祥事とか企業の存亡に関わる事項については、監督側がある程度ハンズオンしなければいけないときはあり得るが、その多くは守りの話であって、それ以外の事項についてまで監督側がいろいろとハンズオンしてマイクロマネジメントすると責任の所在も不明確になる。監督とは何をするものなのかという腹落ちが、まだまだシェアされていないのが課題で、この部分をきちんと実質化する考え方を示すということが大事なのだと思う。

二点目が、先ほど大内さんからもお話があったが、この研究会の主題である「稼ぐ力の 強化」のためには、価値をつくるマネジメント側のコミットメントやエンゲージメント、 本当にしみ出すようなしみ入るようなやる気、こういうビジョン、これをやりたいのだと いうものがあって初めて、いろいろな挑戦やイノベーションが起きる。そういった経営人 材として見たときに、よく人的資本改革というのは従業員のことを指して言われるが、C EOを含めた経営人材も重要な人的資本なのであり、その人的資本改革もきちんと考える べきではないか。あと、三笘先生もおっしゃったとおりで、成功の反対概念というのは失 敗ではなくて、挑戦しないことだということで、日本企業が何もしないふうになってし まっている部分を法制度的にどう考えるかというところも「稼ぐ力の強化」というテーマ である以上、検討すべきであると思う。その観点から、やはりマネジメントの方に対する 責任限定契約の付与を認めるべき。これは会社法制の話になるが、現状の全株主の同意が ないと軽過失でもおよそ責任減免ができないという過酷な現行法制は直すべきである。欧 米では bad faith とか willful misconduct とかのレベルの有責性があれば青天井の責任で あるが、軽過失でも責任が青天井であるという日本の現行法制はあまりに過酷で直すべき である。こうした責任限定の現行法制は、CEOの方を含めた経営人材の挑戦を支える観 点から、会社法制を見直すべきではないかと思う。

三点目が、監督と執行の役割分担に絡むが、CEO側、執行側の体制整備について。このCxOチームのマネージメントの組成が重要で、この部分にもう少し切り込んで、考え

方を整理したほうがいいと思っている。何でもかんでも社長・CEOがやるということで多くの社長の方が、今、忙し過ぎるのだと思う。髪を振り乱して、いろいろなことに時間を割かれてしまっていて、その中で、なかなか戦略とか、そういった価値創造ストーリーをじっくり考える時間がつくれていないのではないか。そういう意味で $C \times O$ チームの組成を進めていくべき。内閣の組成に近いのだが、何でもかんでも総理大臣がやるのでは機能しないわけで、 $C \times O$ チームの組成の実質論、これを本当にやっていくべきなのだと思う。そういった執行側、マネジメント側の体制があって、初めて監督側もそのプロセスに対する監督を行い、法制的に言うと監督側に信頼の法理が働いて、執行側に対する監督ができる。執行側の体制の在り方という、 $C \times O$ チームの、経営チームの組成も研究会の議論に組み込んでいくべきだと思う。

四点目が、今のC×Oチームの話に絡むが、サステナビリティにしろ、G×にしろ、D×にしろ、外の経営環境でいろいろな利害が対立して経営はとても難しい時代になっている。そういった中で稼ぐ力を付けるためのイノベーション、挑戦をしようと思ったら、突破力、もっと言うなら闘える力がないと、挑戦はできないのだと思う。そういう闘える力の強化の観点からすると、法務人材を含むガバナンス人材の強化を、C×Oチームの中でもやっていかなければいけないのだと思う。ガバナンス人材はどうしてもまだまだ企業の中で間接部門、コストセンターと呼ばれ、そういったところに対する人的資本改革が日本ではまだまだできていないというところもきちんと切り込んで、強化していかないといけない。いろいろな挑戦をするにも、やはり闘う力がマネジメント側にないと、その一個上の監督側への説明責任、突破力にもならず、そういった闘える力、突破力の醸成も大事になると思う。

五点目が、会社法改正について。これは詳しい話は次回にするとして、総論だけ申し上 げると、物すごく大事なことを今回、やっている改正なのだと思っている。

今回議論となっているテーマでの中で、株式交付にしろ従業員への株の交付にしろ、先ほど内ヶ崎さんからもお話があったが、上場していることの意義とメリットを活かすものである。上場していることによって、自社の上場株式に流動性があるということに付加価値がある。だが、日本企業は法制度的な理由もあって、株対価M&Aを含めて、その流動性のある株式を活かせてこなかった。

稼ぐ力の強化、特に積極成長のための積極投資の観点から、企業側にイノベーティブに なってくれと言うのだったら、制度設計側もイノベーティブに考えなければいけないので はないか。そういう意味で制度設計側も今までなぜそれができていないのか。特にイコールフッティングになっていない、ほかのグローバルな企業にある選択肢が日本企業だけないという状態で本当にいいのだろうかということを、イノベーティブに考えなければいけないのだと思っている。その典型が、株対価の株式交付制度の部分である。株対価 M&A の制度がイコールフッティングでなかった、欠けていたことが日本企業の成長に向けたいろいろな選択肢を損なってきた面がある。シリコンバレーの企業を含めて多くが、混合対価でどんどんSX、DX、GXを全部可能にして、コラボレーションで組んでイノベーションや調整を行ってきているのに、日本企業にはそういう選択肢の法制度ができていないというのは、法制度側の責任であるともいえるのだと思う。

令和元年会社法改正で、株式交付制度をとてもイノベーティブにつくっていただいたのだが、もう一段、今回、議論になっている外国会社や各種の規律の見直しを含めて、組織再編概念を因数分解して、イノベーティブに考えていかないといけない。今回、とても大事なテーマが会社法改正で出ていると思うので、日本経済の成長戦略の一丁目一番地として、先ほどの責任限定もそうだが、企業の挑戦を支える会社法改正を行うという大きなメッセージを出すべきだと思っている。

最後に、先ほど大場さんからあった機関投資家側の課題について。最近見られる現象として、機関投資家側の形式的議決権行使の問題がある。ボード側、監督側においていい人に来てほしいところ、なかなか人が見つからない。きちんと有能な方が、独立性基準という消極要件のために、積極要件としての有能さを犠牲にして、形式的な行使基準でだめとばかり言われている。そういった機関投資家側の形式的な権限行使の問題は、改めてきちんと問題提起をすべきだと思う。その背景には、先ほど大場さんがおっしゃった 1,000 兆円のところに人が全然割かれていないというリソースの問題が根深くあると思う。また、取締役会の監督と同じで、インベストメントチェーン、アセットオーナー、アセットマネージャー間におけるマイクロマネジメントの問題も絡んでいるのだと思う。いずれにしても、日本企業の稼ぐ力の強化のためのガバナンスの実質化を進めていくためには、機関投資家側においてもリソースを割く運用体制にするとか、マイクロマネジメントのままでいいのかということまで含めて、問題提起をしていくべきだと思う。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話:03-3501-1511 (内線:2621)