

CG 研究会において問題提起があった事項

本研究会においては、「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンスガイドダンス」及び「会社法の改正に関する報告書」に反映した内容以外にも、「稼ぐ力」の強化に向けて、様々な課題について議論が行われた。

その中には、政策的な対応の検討を要する課題もあるが、それぞれの企業や機関投資家等において取組の検討を要する課題も含まれる。

本研究会において委員から問題提起があった主な事項は、以下のとおりである。これらの事項について、本研究会の議論を踏まえ、それぞれの主体において必要に応じて、一層検討が深められることを期待する。

1. 資本市場関連

- 一部の財務的な数値基準のみに基づき、個社の状況を踏まえずに取締役の選任に反対するといった形式的な議決権判断を行っている機関投資家も存在する。このような形式的な議決権行使は中長期的な成長を阻害する可能性があるため、企業と投資家の間で攻めの経営に向けた中長期的視点での議論が可能となるような環境整備が必要である。
- アセットマネージャーである機関投資家は、アセットオーナーに対する説明責任を果たすことを容易にするため、形式的な議決権行使を行っているのではないかと。形式的な議決権行使の具体例として、在任期間が一定期間となる社外取締役について、独立性を認めないといったものがあるが、このような形式的な議決権行使は行うべきではない。
- 議決権行使助言会社の助言方針は、政治情勢の影響を受ける場合がある等、必ずしも中長期的な企業価値の向上の観点から定められているとは限らない。資本市場の参加者がそれぞれの企業との密な対話を経て議決権行使を行うことが重要である。
- 投資家サイドで、企業を分析する人数が限られているにもかかわらず、投資家の多くが、約 1,700 社（2025 年 1 月時点）もの企業で構成される TOPIX をベンチマークとしている点も問題ではないかと。JPX 日経 400 の企業で日本企業の時価総額の合計の相当割合を占めていることも踏まえ、こうした点を見直していく必要があるのではないかと。
- 投資家と企業がエンゲージメントを行う際、経営戦略、事業ポートフォリオ戦略、サステナビリティ、財務戦略等に関し、本来、経営陣に質問すべき内容についても、投資家が社外取締役に質問するケースがある。必要に応じて、経営陣と社外取締役の双方に対して同じ質問をしても良いが、企業側の負担

を考えると、投資家において、どのような事項を誰（経営陣／社外取締役等）に聞くことが適切かについて整理を行うことも必要ではないか。

- アクティビスト等の株主から、独立社外取締役の選任に関する株主提案がなされる事例が増えており、守秘義務や利益相反に関する意識の低い候補者が含まれている場合がある。こうした候補者が実際に取締役に就任してしまうと、取締役会の議論が特定の株主のみに漏れてしまうことになるため、意図的に取締役会を形骸化せざるを得ないといったケースもある。
- アクティビスト等の株主からの取締役選任に関する株主提案について、当該提案者と取締役候補者の関係性等、他の株主が議決権を行使する上で、非常に重要な情報が説明されない場合がある。また、個々の企業を分析せず、同内容の株主還元の提案を多数の企業に対して行う株主等も存在する。企業における情報開示の要請が高まっているのと同様に、提案株主に対しても、現在の招集通知の記載を超えて、提案根拠や必要な情報について何らかの説明責任を負わせる必要があるのではないか。
- 日本の証券取引所は、上場維持のために必要な流通株式の基準が諸外国と比べて厳しい。アクティビスト等の一部の株主が自分の利益の為に利用している事例がある。
- 事前導入型の買収への対応方針・対抗措置に対して、機関投資家が原則として反対しているため、上場企業においてこのような買収への対応方針・対抗措置の導入・継続が難しく、2008 年をピークに減少傾向にある。機関投資家が、このような買収への対応方針・対抗措置に対して一律に反対することが良いことかどうかについては議論した方が良い。
- 開示は、企業における思考を整理し、株主を含めたステークホルダーにそれを伝えるという点で重要であるが、最近では開示要請が増えすぎており、企業の負担が増え、投資家における処理能力を超えた情報量が出てきている可能性がある点に留意が必要である。
- 創業家等が議決権を相当程度保有し、取締役の選任に大きな影響力を行使している場合、株主共同の利益に反した取締役選任がなされる可能性がある。同様の問題意識から、持分法適用関係にある上場会社においては、東証から一定の任意開示が求められているが、そのように一定の割合の株式を保有している株主に対して、開示義務を課す等の一定の措置を検討すべきである。

2. 政策保有株式

- 政策保有株式は売却することが望ましいケースが多いものの、その全てに問題があるというわけではなく、合理的な類型もあるように思われる。例えば、戦略的提携の際には、株式保有を通じたコミットメント効果が期待できる。

どのような種類の政策保有株式が合理的であるかという議論を今後行っていく必要がある。

- 政策保有株式の売却は相当程度進んできたが、これを更に進めるためには、保有されている側の企業の意識が重要である。自社の株式を売ったら取引の停止等をほのめかす企業もある。そのため、保有する企業のみならず、保有される企業の姿勢についても併せて議論することが望ましい。

3. 役員報酬

- 「稼ぐ力」の強化に向けては、経営戦略や各役員の役割に応じて KPI を設定する等、経営陣のリスクテイクを後押しするような役員報酬設計とすることも重要である。他方で、役員給与税制においては、損金算入が可能な範囲が限定的となっており、役員報酬におけるインセンティブ設計の阻害要因となっている面がある。役員へのインセンティブ報酬を含めて役員給与税制の損金算入要件を見直していくことも重要である。
- 日本人の役員クラスの海外赴任や外国人の役員就任が一般的になりつつあるなか、日本と海外の報酬水準の相違が問題となる。グローバルで報酬水準を一律にすることは容易ではない一方、報酬の水準を各国の役員の報酬水準を目安に定める場合は、日本人の役員よりも下位の職位の外国人の方が報酬が高いという不公平が生じることとなる。この辺りについての考え方が整理されることが望ましい。
- 米国における報酬に関する開示（CD&A（Compensation Discussion and Analysis））を参考に、業績連動報酬の金額を確定する際に行った CEO や執行役員の定性部分の評価について、その根拠とともに詳細に開示することも有益ではないか。
- 日本の経営者の報酬が海外に比べて低い一因は日本の雇用システムにあるのではないかと。多くの日本企業は長期雇用を前提としており、従業員の昇進のゴールとして取締役があると考えられている。このように従業員の昇進と取締役の就任が連続的であるために、取締役の報酬が従業員の賃金と大きく乖離しない水準で設定されているのではないかと。報酬制度は、リテンション、株主とのアラインメント、リスクテイクの後押し等、様々な機能を有しているため、上記の雇用体系と報酬水準の関連性も踏まえながら検討を深めることが有意義である。

4. その他

- 優秀な社外取締役は現在も多数存在するが、プライム市場上場会社がさらに社外取締役を拡充していくことを考えると人材プールは不十分である。企業

の努力のみでこの問題を解決することはできないので、社会全体で考えていかなければならない。

- 日本では経営者マーケットが発達しておらず、CEO から経営陣は社内から選任されることが多いため、CEO から経営陣の質を向上させるためには、CEO や幹部候補人材の育成が重要となる。そのような人材育成において重要となる選抜・育成プログラムの在り方について、より検討を深めていくことも有益ではないか。
- 海外では CxO が他社の社外取締役を兼職する例が見られるが、これは取締役会と経営陣の相互理解を促進する観点からも有用と考えられる。
- 中期経営計画を長期戦略とうまく関連付けられず、慣習的に策定している会社も多い。そのような場合には、中期経営計画を策定する意義も含めて自社における中期経営計画の在り方について再検討すべきではないか。