

日本のコーポレートガバナンスに関する取組と将来展望

2021年12月20日
産業組織課長 安藤元太

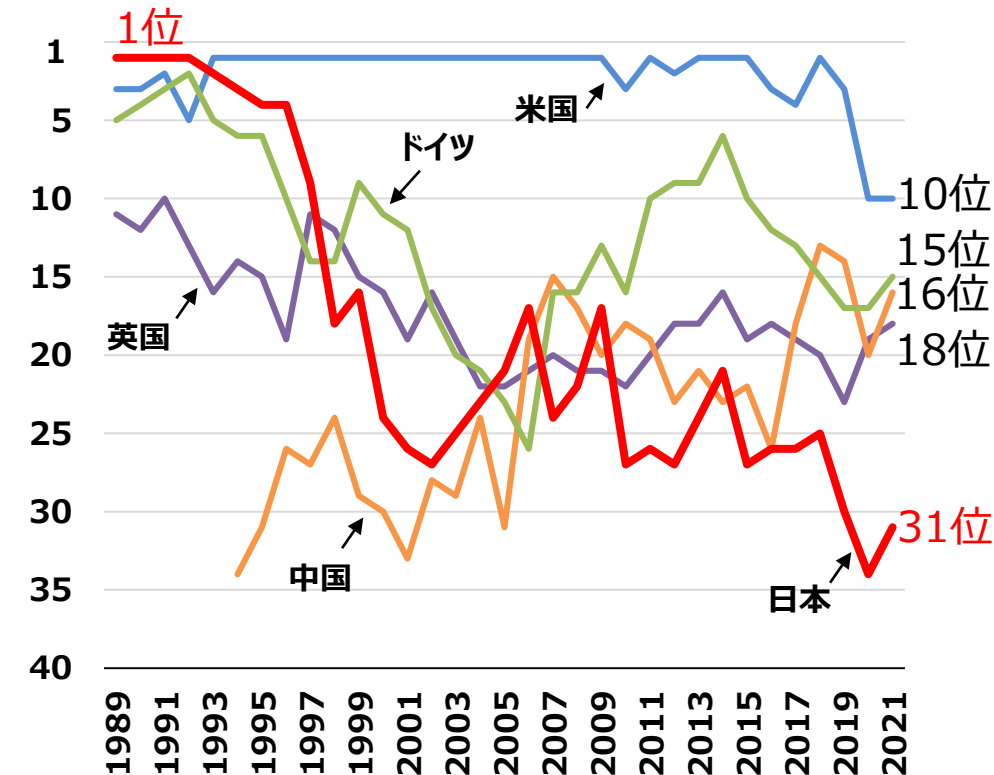
1. コーポレートガバナンス改革の成果と課題

過去30年間の経済の停滞

- 過去30年間、企業の国際競争力や時価総額は低迷。

世界競争力ランキングの推移

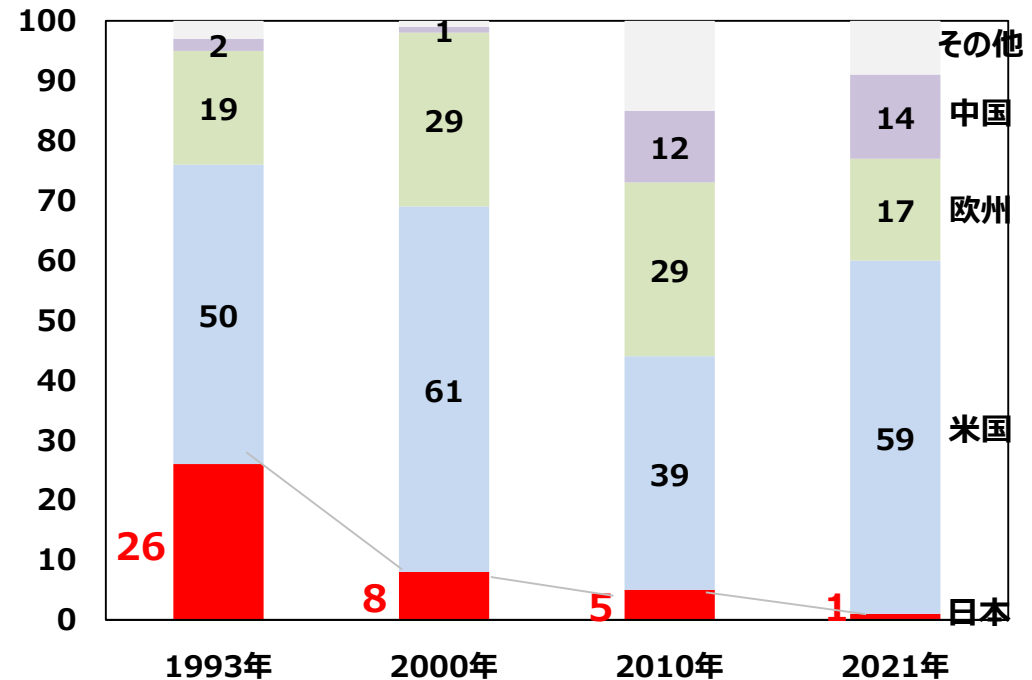
(順位)



(出所) IMD「World competitiveness yearbook」等を基に作成。

世界の時価総額上位100社企業の構成

(社数)



(注) 時価総額はそれぞれ2021年7月1日時点。日本企業は、2000年では、NTTドコモ、NTT、トヨタ自動車、ソニー、セブンイレブン、富士通、武田製薬、三菱UFJ銀行の8社。2010年では、トヨタ自動車、NTTドコモ、三菱UFJ銀行、NTT、本田技研工業の5社。2021年では、トヨタ自動車の1社のみ。

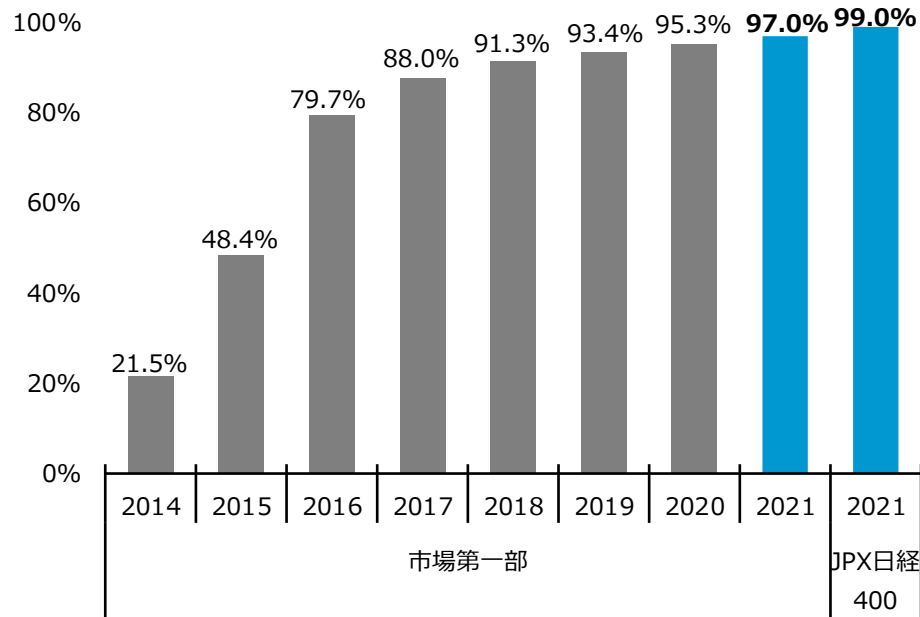
(出所) Bloombergを基に作成。

社外取締役の選任（東証一部）

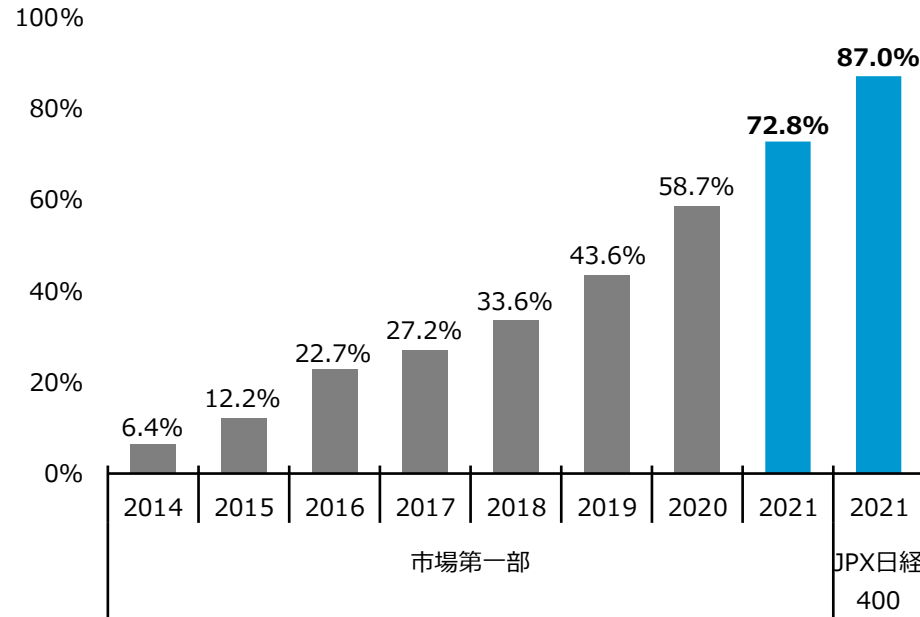
- コーポレートガバナンス・コードが策定されて以降、**社外取締役の選任は着実に進展**。
- 本年6月の同コード改訂では、プライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべきであるとされた。

※令和元年改正会社法（令和3年3月1日施行）により、上場会社等は社外取締役を置くことが義務付けられた。

2名以上の独立社外取締役を選任する 上場会社の比率推移



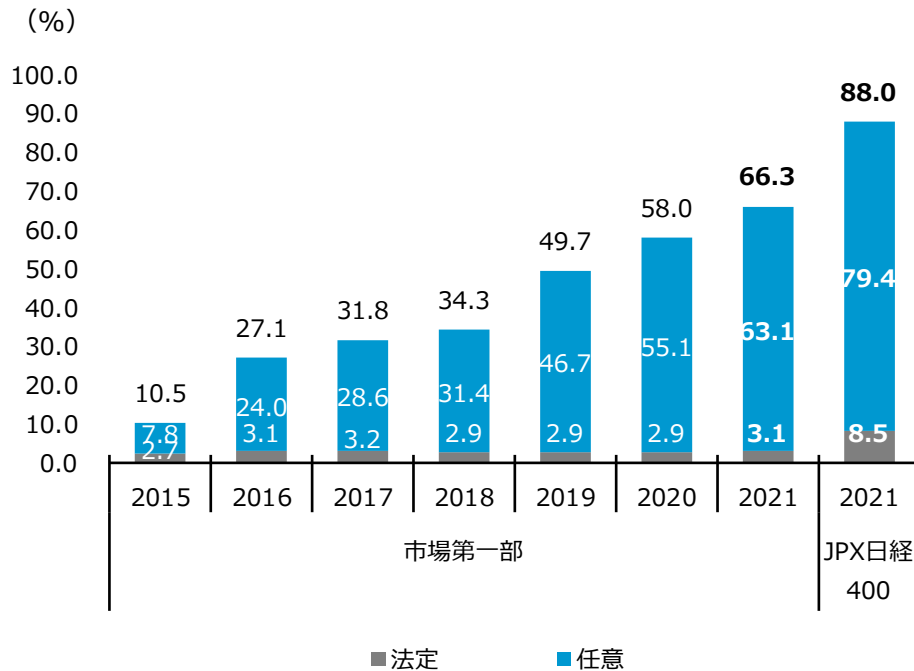
3分の1以上の独立社外取締役を選任する 上場会社の比率推移



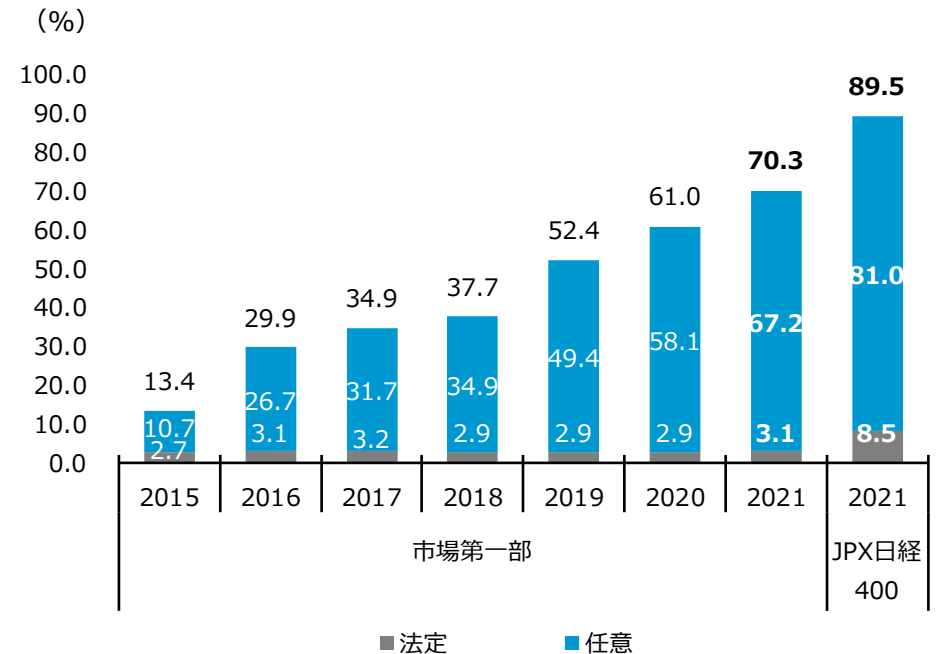
指名委員会・報酬委員会の設置（東証一部）

- 指名委員会及び報酬委員会の設置も進み、特に、任意の委員会が積極的に活用されている。
- 本年のコーポレートガバナンス・コード改訂では、プライム市場上場会社においては、指名委員会・報酬委員会の構成の過半数を独立社外取締役とすることが原則化された。

指名委員会の設置状況

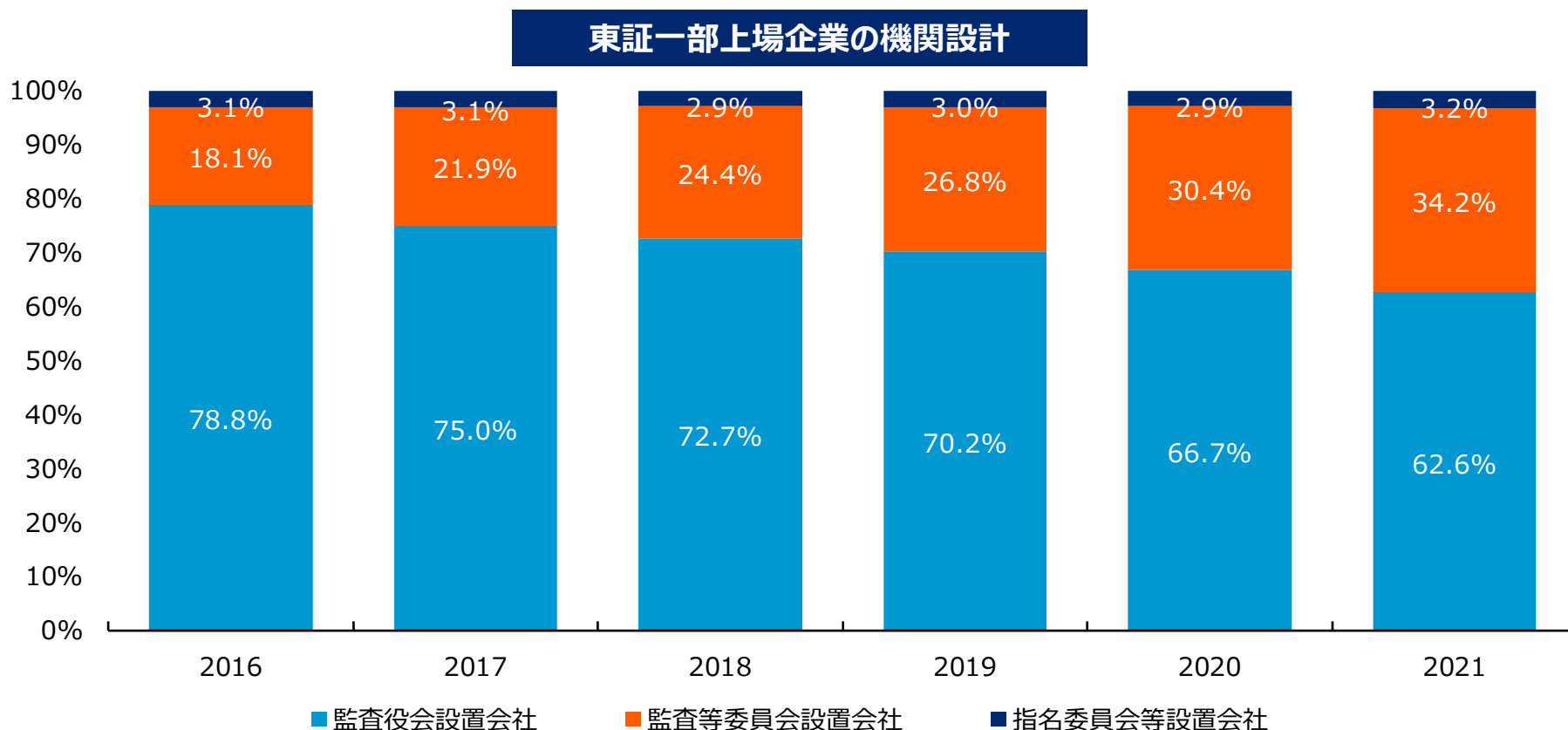


報酬委員会の設置状況



機関設計の形態（東証一部）

- 2015年施行の会社法改正で導入された監査等委員会設置会社は、東証一部上場会社の3分の1の会社が採用するまでに増加。他方、指名委員会等設置会社は3%程度にとどまる。



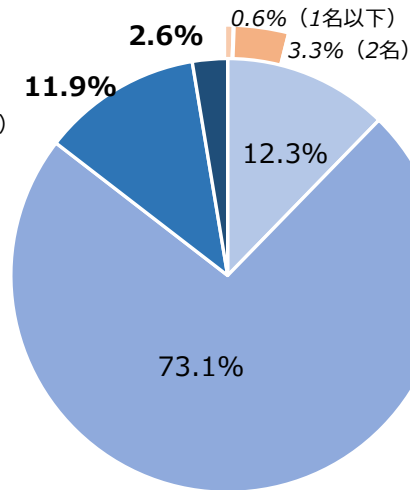
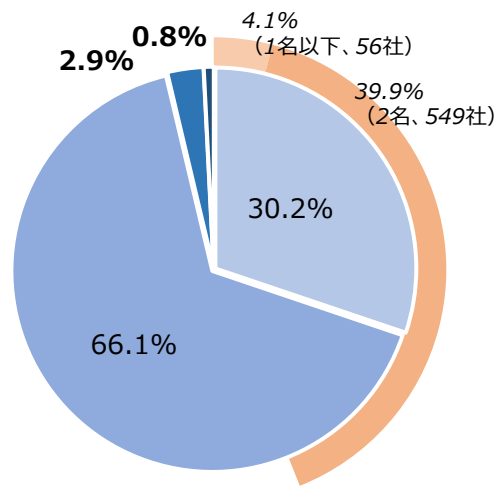
機関設計別にみた独立社外役員比率（東証一部）

- 指名委員会等設置会社と比較すると、それ以外の機関設計では、独立社外役員が過半を占める企業は少数派。

監査役設置会社

取締役のみ

取締役＋監査役

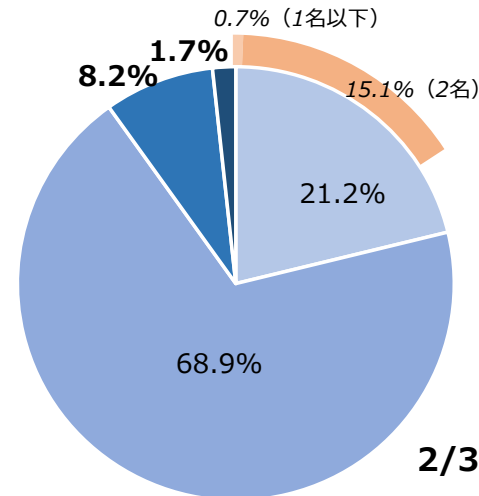


独立社外役員が過半数を占める企業の比率

3.7%

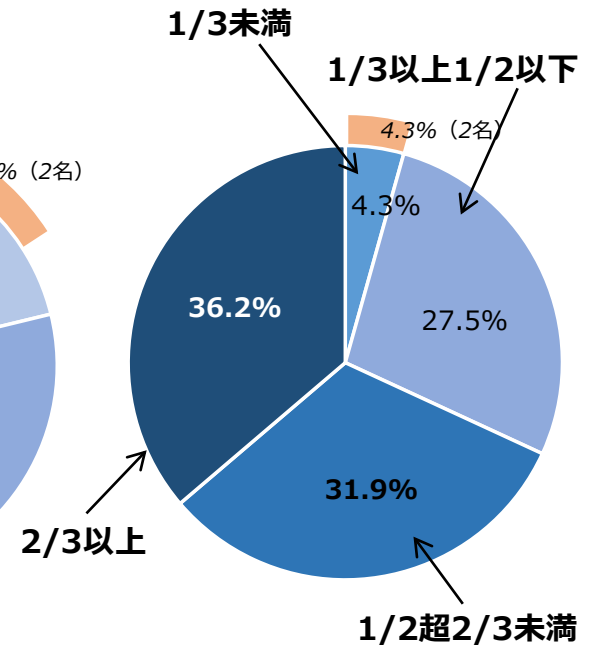
14.5%(*※)

監査等委員会設置会社



9.9%

指名委員会等設置会社



68.1%

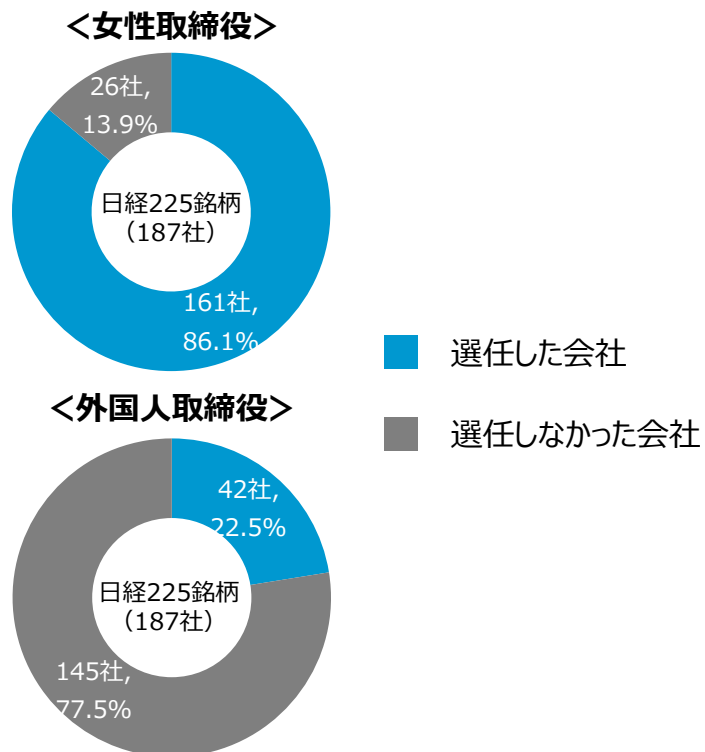
(注) 2020年9月7日～2021年9月7日においてコーポレートガバナンス報告書を提出した企業（2205社）のうち、その最新のデータから作成。なお、監査役設置会社において、独立社外取締役選任数に関するデータのない企業が1社母数に含まれる

監査役設置会社の「取締役＋監査役」のグラフは、分母を取締役及び監査役の合計数、分子を独立社外取締役及び独立社外監査役の合計数として算出
(出所) eolより経済産業省において作成

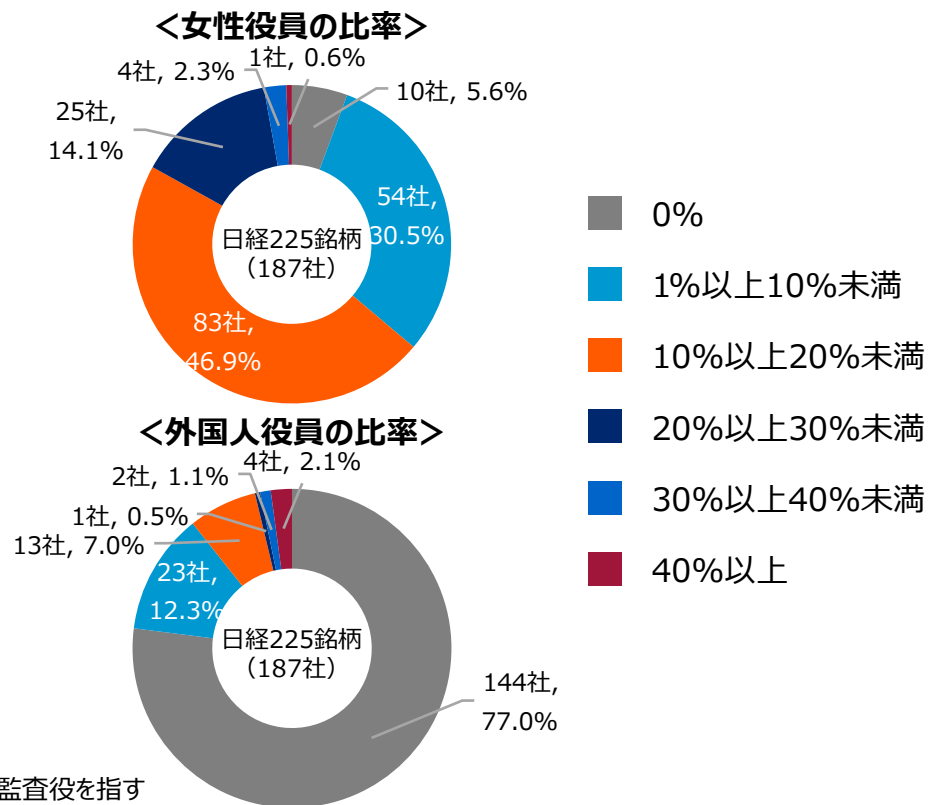
女性・外国人取締役の選任状況（日経225採用銘柄）

- 日経225採用銘柄において、女性取締役は86.1%、外国人取締役は22.5%の企業でそれぞれ選任されている。
- 一方で、全体に占める比率は低く、女性役員（取締役及び監査役）の比率が2割を超える会社は17%しかない。

女性・外国人取締役の選任状況（2021年）



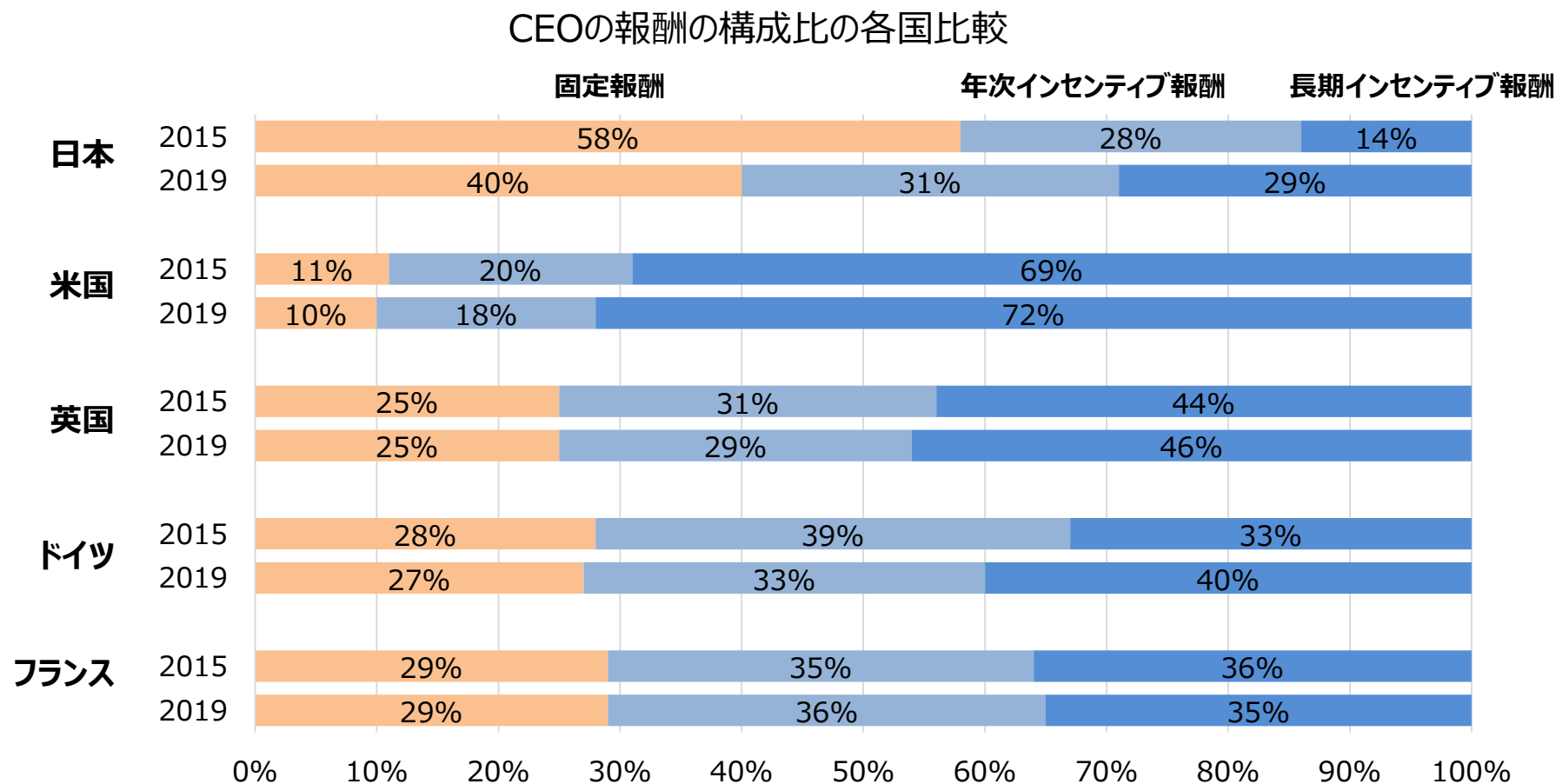
各社における女性・外国人役員比率（2021年）



(注) 招集通知・有価証券報告書の記載より確認できた属性について記載。役員は取締役及び監査役を指す
(出所) 三菱UFJ信託銀行「2021年6月総会の状況（確報版）」

(参考) 経営者報酬の変化

- 2015年のコーポレートガバナンス・コード施行以降、日本企業の経営者報酬は企業業績に連動する部分の比率が高まり、直近ではインセンティブ報酬がCEOの報酬の6割を占めるようになっていく（報酬合計額は2015年の1.3億円から2019年の1.9億円に増加）。



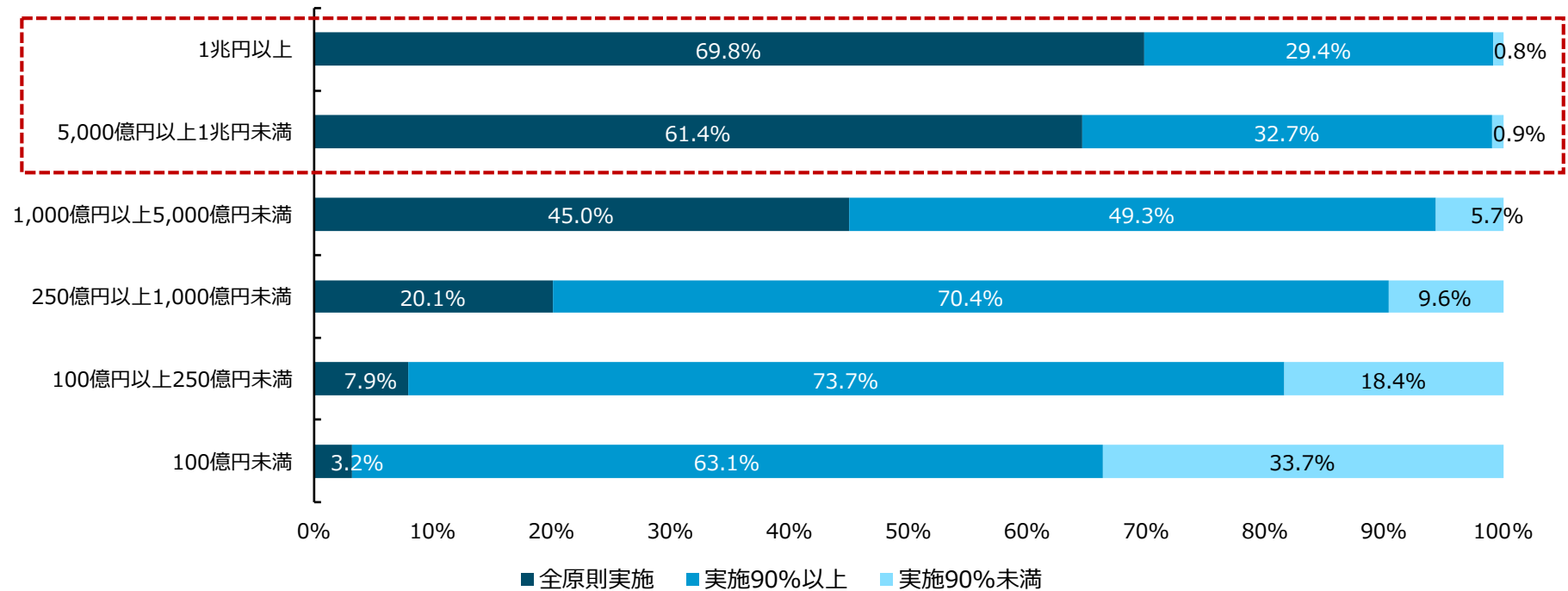
(注) 売上高等1兆円以上企業のCEO報酬について、2019年度の各社開示資料を用いて調査

(出所) ウイリス・タワーズワトソン『日米欧CEO報酬比較』2020年調査

企業規模別のコーポレートガバナンス・コード実施状況

- 時価総額の大きい企業は、コーポレートガバナンス・コードの各原則の実施比率が高く、時価総額が5,000億円以上の企業は、過半数が全原則を実施している。

時価総額別のコーポレートガバナンス・コード実施状況



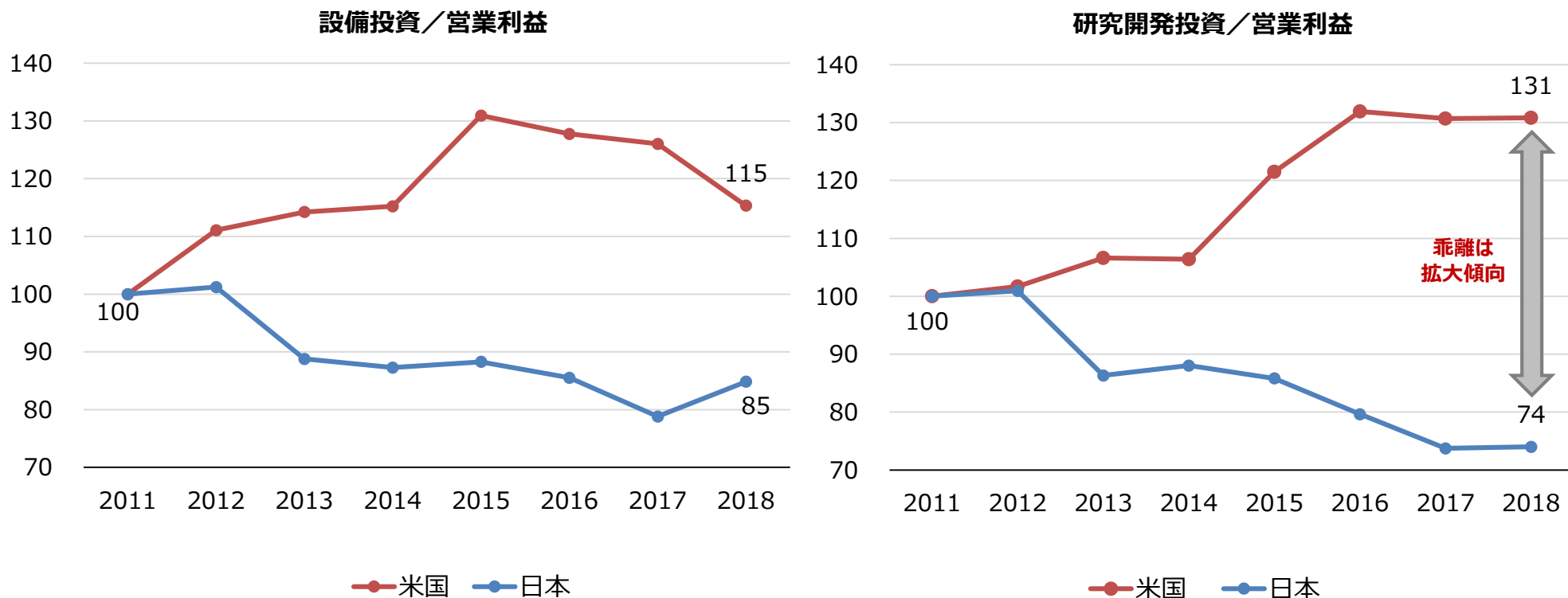
(注) 2020年8月14日時点のデータを記載

(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2021」

営業利益に対する設備・研究開発投資の比率

- 日本企業は、営業利益に対する設備投資・研究開発投資の比率が減少しているが、米国企業は増加している。

企業の営業利益に対する設備投資、研究開発投資の比率（日米比較、2011年＝「100」で指数化）

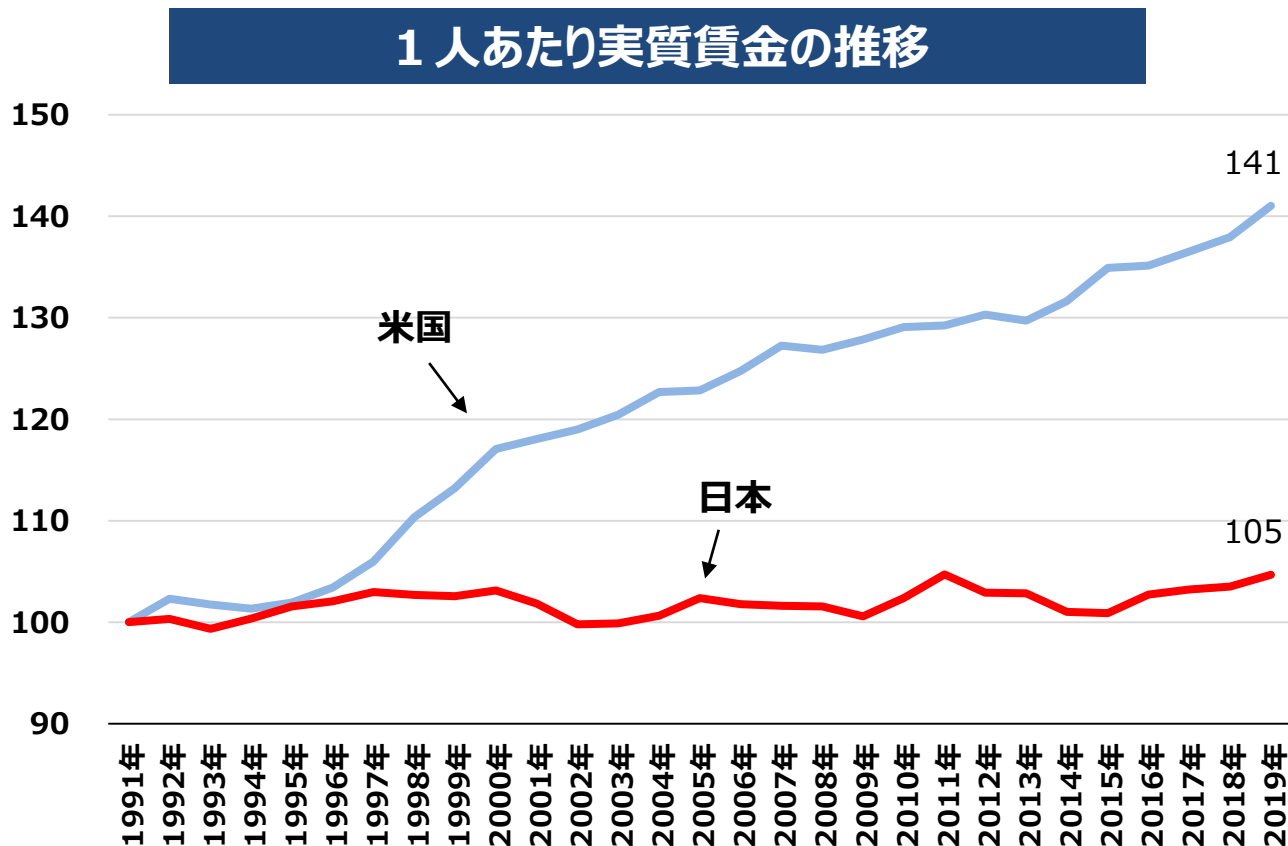


図：財務省「法人企業統計」、経済産業省「企業活動基本調査」、U.S Census Bureau「Quarterly Financial Report」、National Science Foundation「Business Research and Development and Innovation」を基に経済産業省作成

※日本は年度、米国は暦年

実質賃金の推移

- 日本では雇用を守ることを重視してきたが、米国と比較すると、実質賃金は低迷。低収益・低成長部門からの撤退も、雇用維持等の観点から判断が遅れた。



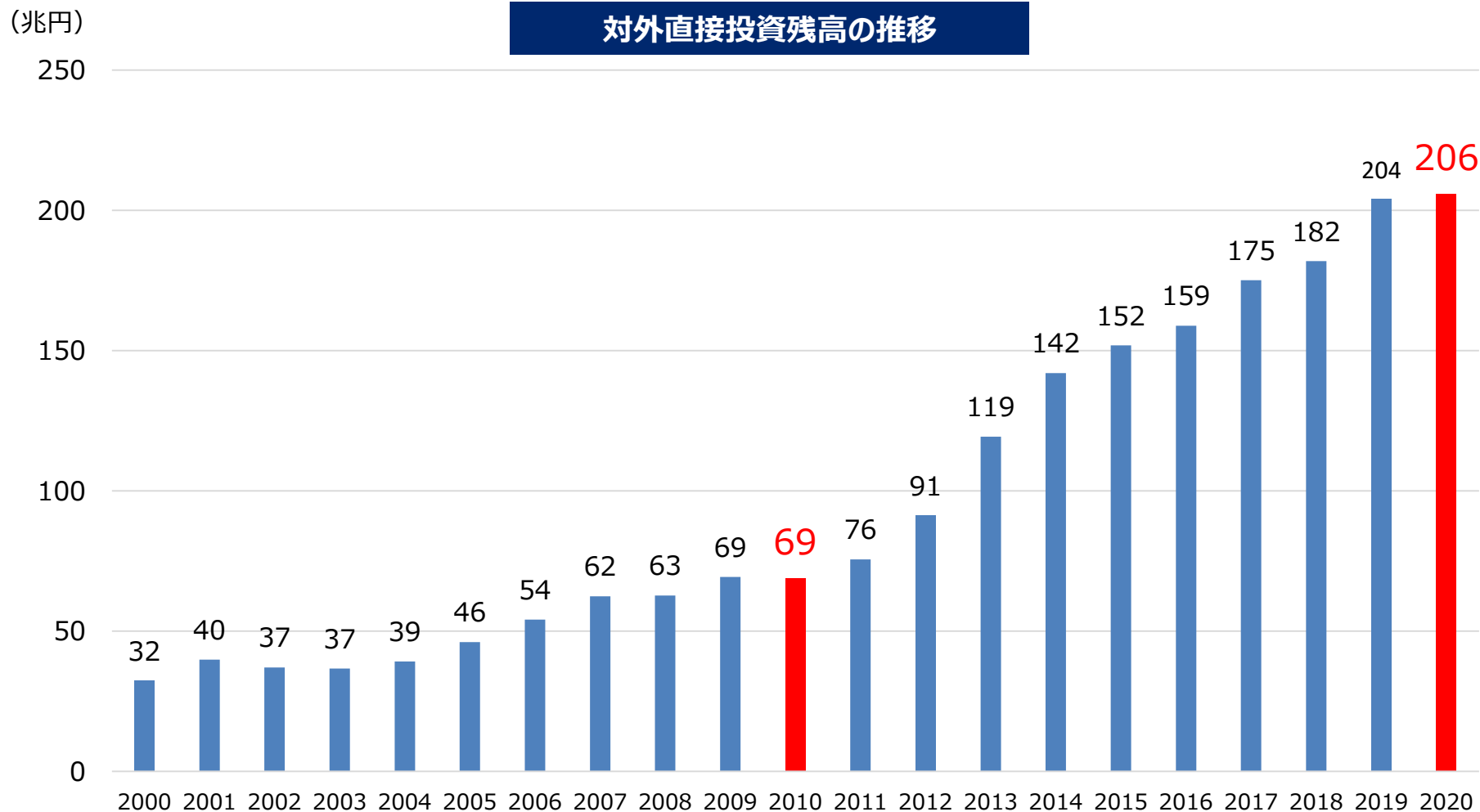
(注) 2019年の米国ドル（購買力平価ベース）により実質化した値

国民経済計算における「賃金・俸給」を雇用者数で割った上で、雇用者の平均週労働時間に対するフルタイム雇用者の平均週労働時間の割合を乗じて計算された数値

(出所) OECD.Statを基に作成

海外への事業展開の進展

- 日本企業は海外事業展開を積極的に進めており、対外直接投資残高は過去10年で約3倍に増加。



企業業績と企業行動に関する分析結果

- 日本におけるコーポレートガバナンス改革により、有利子負債が減少し、現預金保有や株主還元の部分において一定の効果が認められたという分析結果がある。
- 他方、収益性改善や中長期的投資に大きな影響を与えたという結果は出ていない。

企業業績と企業行動（東証1部上場企業平均）

		2010～12年度 平均	2014～18年度 平均	企業統治改革の効果
企業業績	ROE	5.4%	7.9% (+2.4%)	▲0.0%
	ROA	6.4%	7.3% (+0.9%)	▲0.0%
企業行動	設備投資比率	14.2%	17.6% (+3.4%)	0.0%
	研究開発投資比率	2.6%	2.5% (▲0.1%)	0.0%
	有利子負債比率	19.4%	17.3% (▲2.1%)	▲3.2% 
	現預金保有比率	25.8%	30.4% (+4.6%)	0.7% 
	株主資本配当率	1.8%	2.3% (+0.4%)	0.5% 

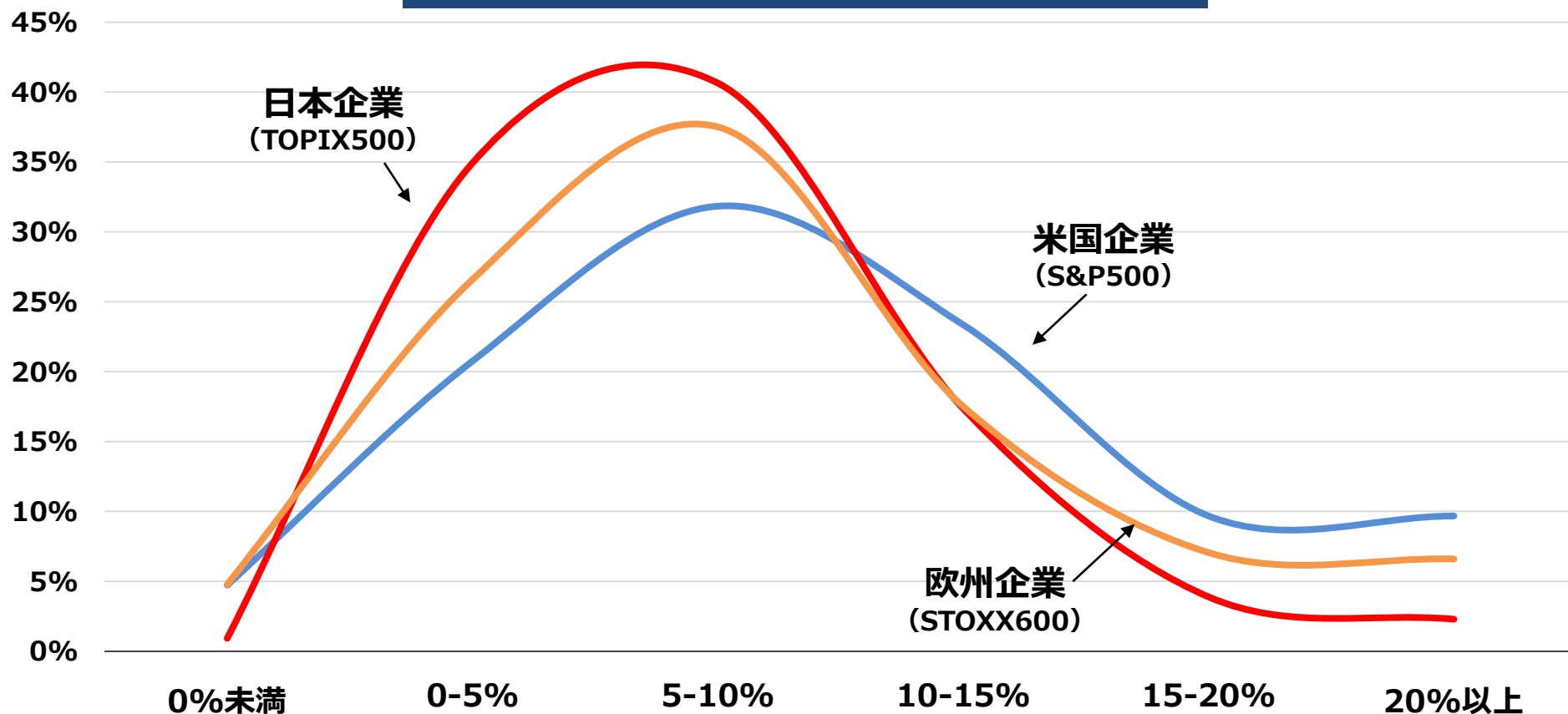
(注) 設備投資比率=有形固定資産の取得金額÷有形固定資産、R&D投資比率=研究開発費÷売上高（対象は製造業と情報業の企業のみ）、有利子負債比率=有利子負債÷総資産、現預金保有比率=(現預金+有価証券)÷(総資産-現預金-有価証券)、株主資本配当率=年間配当総額÷株主資本、でそれぞれ算出
企業統治改革の効果は、個々の企業の毎年のROEや投資比率を、企業規模、市場評価、産業別の売上高増減率などによって説明したモデルから推計

(出所) 宮島英昭・齋藤卓爾『アベノミクス下の企業統治改革-二つのコードは何をもたらしたのか』旬刊商事法務No.2231（2020年5月25日号）

営業利益率（ROA）の国際比較

- 日本の上場企業は、米国・欧州企業に比べて、営業利益率が低い企業が多い。

上場企業の営業利益率の分布（ROA）



TOPIX500：東証1部上場企業のうち、株式売買量や時価総額が大きい上位500社で構成する区分

STOXX600：欧州17か国（英国、ドイツ、フランス等）の証券取引所上場企業のうち、株式売買量や時価総額が大きい上位600社で構成する区分

S&P500：米国証券取引所（ニューヨーク証券取引所、NASDAQ等）上場企業のうち、株式売買量や時価総額が大きい上位500社で構成する区分

（注） 2019年9月時点の構成企業（金融業及び日本郵政グループを除く。）を対象としている

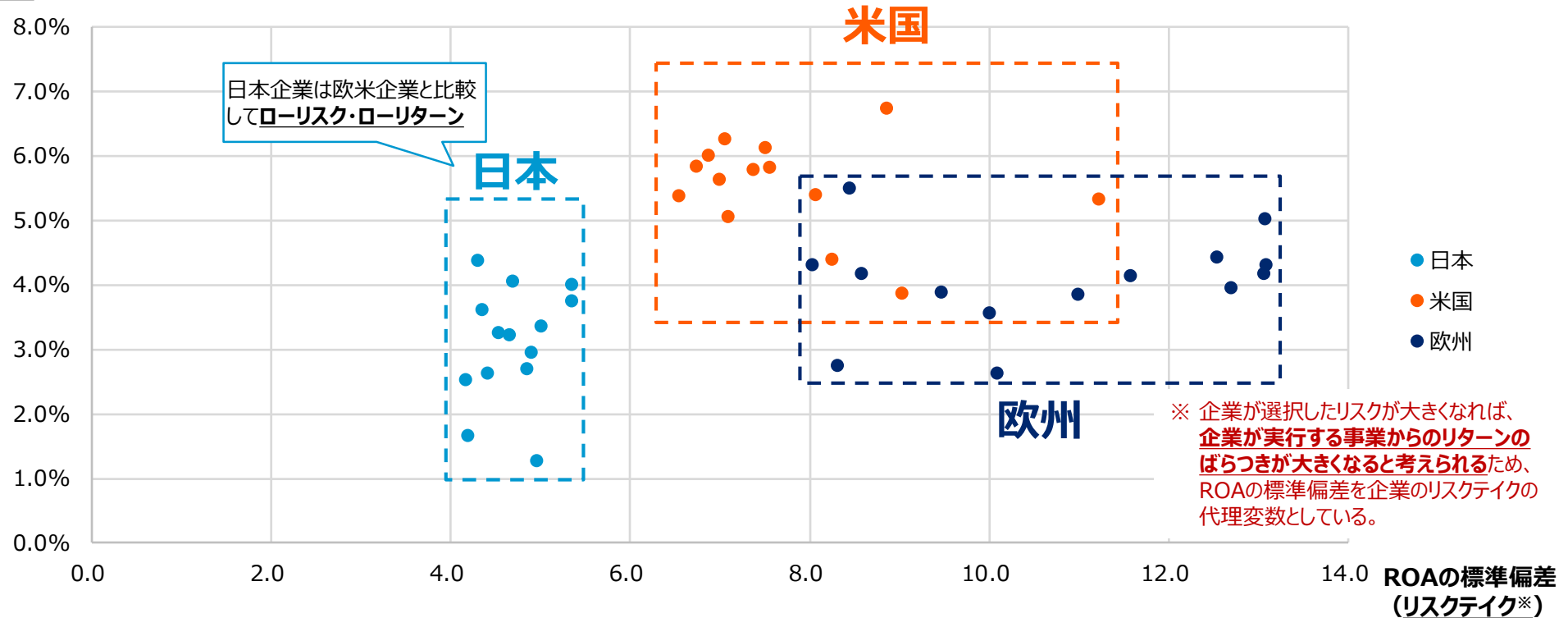
（出所） 日本証券取引所、STOXX、S&P Dow Jones Indices、Bloombergを基に作成

リスクテイクの大きさとROAとの関係

- 日本企業は欧米企業と比較してROAの水準及び標準偏差がともに低い数値。日本企業が欧米企業に比して、日本企業がローリスク・ローリターンの行動を取っていることの現れとも考えられる。

ROAの水準
(リターン)

日米欧における各年度の標準偏差とROAの分布 (2007年度～2020年度)



(注) それぞれ横軸：各国の分析対象におけるROAの標準偏差（年度ごとに算出）、縦軸：各年度における各国の分析対象のROA中央値、を指す

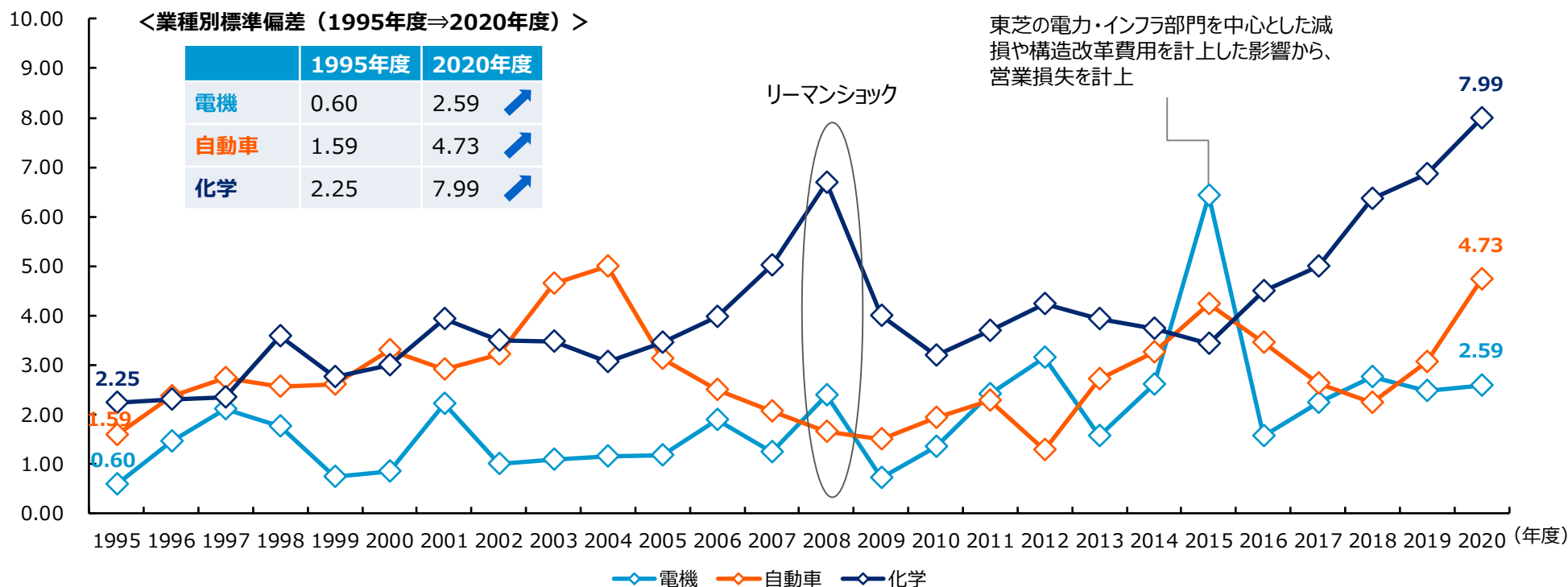
- ①日本：TOPIX500（東証1部上場企業時価総額上位500社）
- ②米国：S&P500（米国上場企業の内、全主要業種を代表する500社）
- ③欧州：BE500（欧州企業時価総額上位500社）

(出所) Bloombergを元に経済産業省作成（データは2021年5月24日時点）

同業種の企業間における利益率のばらつきの推移

- 3業種（電機、自動車、化学）における企業間の営業利益率の標準偏差の推移を見ると、1995年度と比べて2020年度の標準偏差が大きくなっている。同業種であっても価値創造のアプローチが多様化しているのではないか。

業種別の標準偏差推移（営業利益率）



(注) 以下の3業種の各企業の各決算年度における営業利益率を算出した上で、業種毎における営業利益率の標準偏差を使用

電機：日立製作所、三菱電機、東芝、パナソニック、ソニーグループ、シャープ、富士通、日本電気

自動車：トヨタ自動車、本田技研工業、日産自動車、スズキ、マツダ、SUBARU、三菱自動車工業

化学：三菱ケミカルHD、住友化学、旭化成、信越化学工業、三井化学、昭和電工、東ソー、宇部興産

(出所) 経済産業省作成

日米企業の規模・多角化度別の営業利益率（2000-2012年平均）

- 米国企業は、大規模化と多角化により、利益率が上昇する傾向があるが、日本企業は、大規模化・多角化が進むほど、非中核事業を抱え込むこと等を背景として、利益率が低下する傾向にあり事業環境の変化への対応が急務となっている。

多角化度 \ 規模		小規模	中規模	大規模	巨大規模
専業	日本	8.8%	5.9%	6.5%	7.0%
	米国	-0.5%	11.4%	7.7%	10.4%
準専業化	日本	7.4%	5.3%	6.2%	6.2%
	米国	4.7%	11.5%	10.7%	7.8%
準多角化	日本	6.2%	5.7%	5.2%	4.7%
	米国	9.9%	9.2%	8.3%	8.6%
多角化	日本	5.1%	5.4%	5.4%	3.0%
	米国	-15.2%	9.0%	11.0%	13.7%

多角化度

専業：～10%

準専業化：10%～30%

準多角化：30%～50%

多角化：50%～

規模(売上高)

小規模：～500億円

中規模：500億円～5,000億円

大規模：5,000億円～2兆円

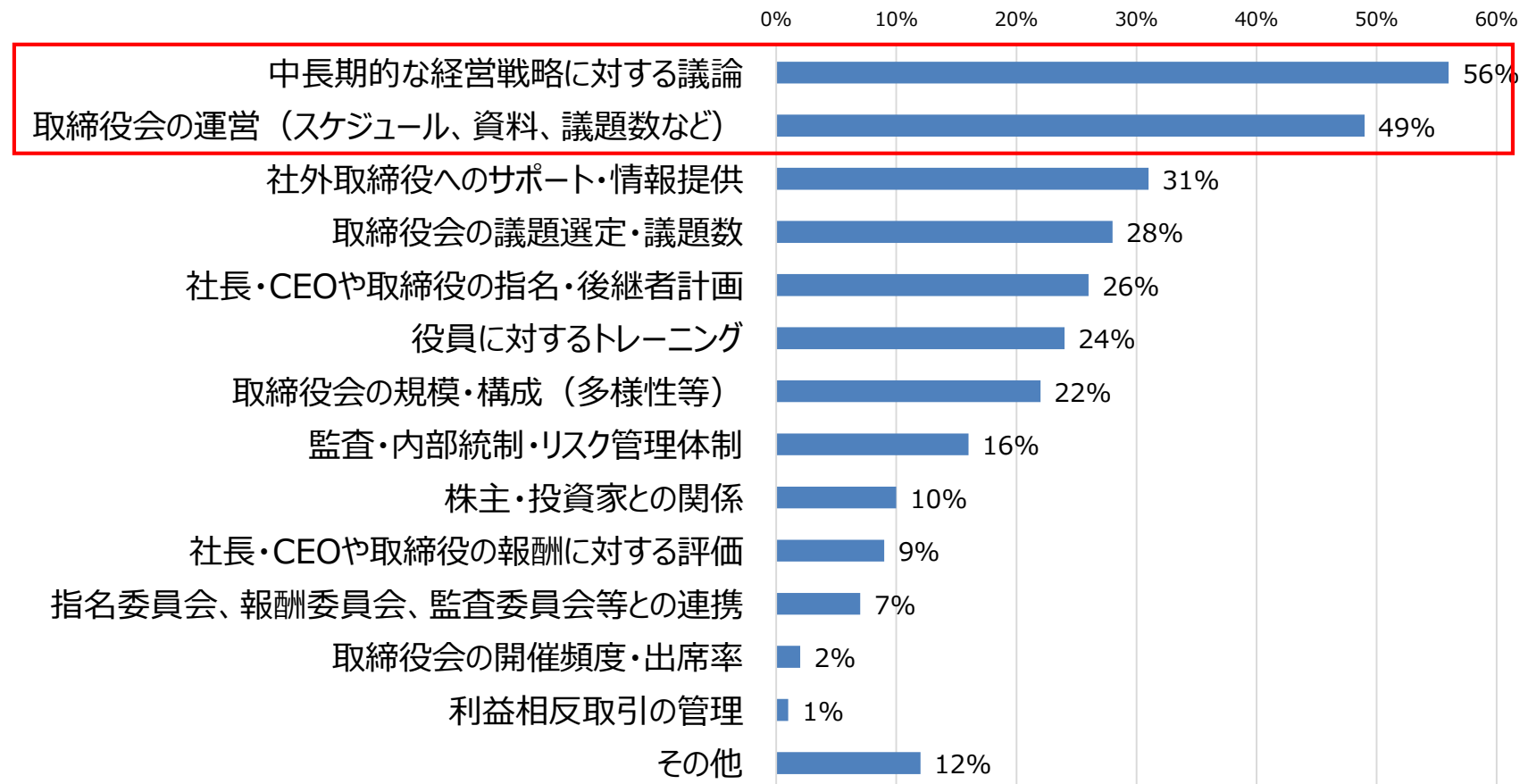
巨大規模：2兆円～

(注) 調査対象企業は、日本はTOPIX対象銘柄、米国はNYSE総合指数構成銘柄。「多角化度」は、売上高構成比率が最大の事業以外の売上高が、全体の売上高に占める割合。米国の「規模（売上高）」は、1USD=100円により円換算して区分。
(出所) 経済産業省委託調査。Bloombergデータを基にデロイト トーマツ コンサルティング作成。

取締役会の実効性評価で課題とされた項目

- 取締役会の実効性評価を行った企業では、中長期的な経営戦略に対する議論不足や、取締役会の運営（スケジュール、資料、議題数等）が課題として認識されている。

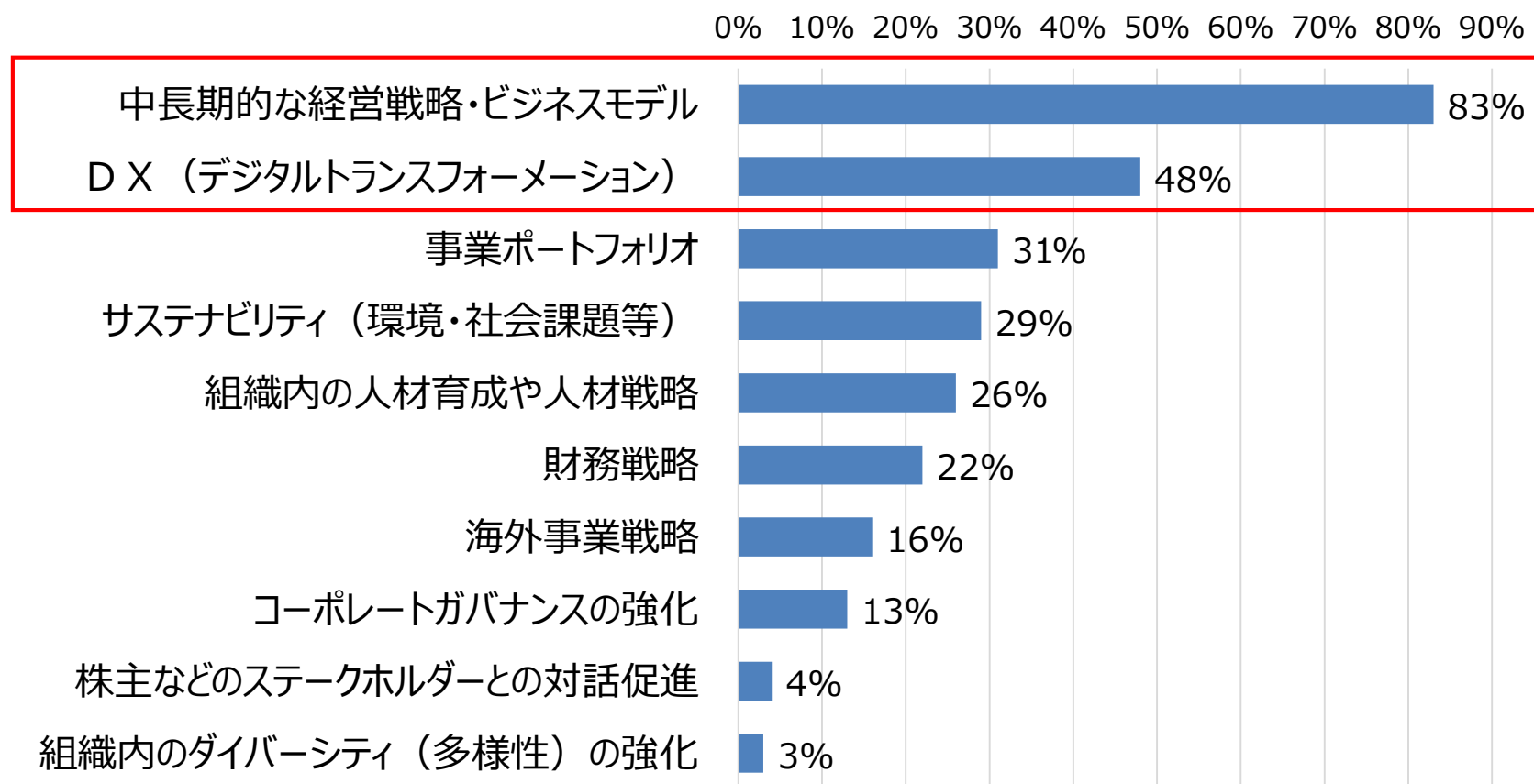
取締役会の実効性評価の結果、課題が見つかった項目（複数回答）



コロナを受けた取締役会の議題に関する企業意識

- コロナを受け、中長期的な経営戦略・ビジネスモデルや、DXについて取締役会の議題としての重要性が増すという認識を企業は持っている。

コロナを受け取締役会の議題として重要性が増す事項



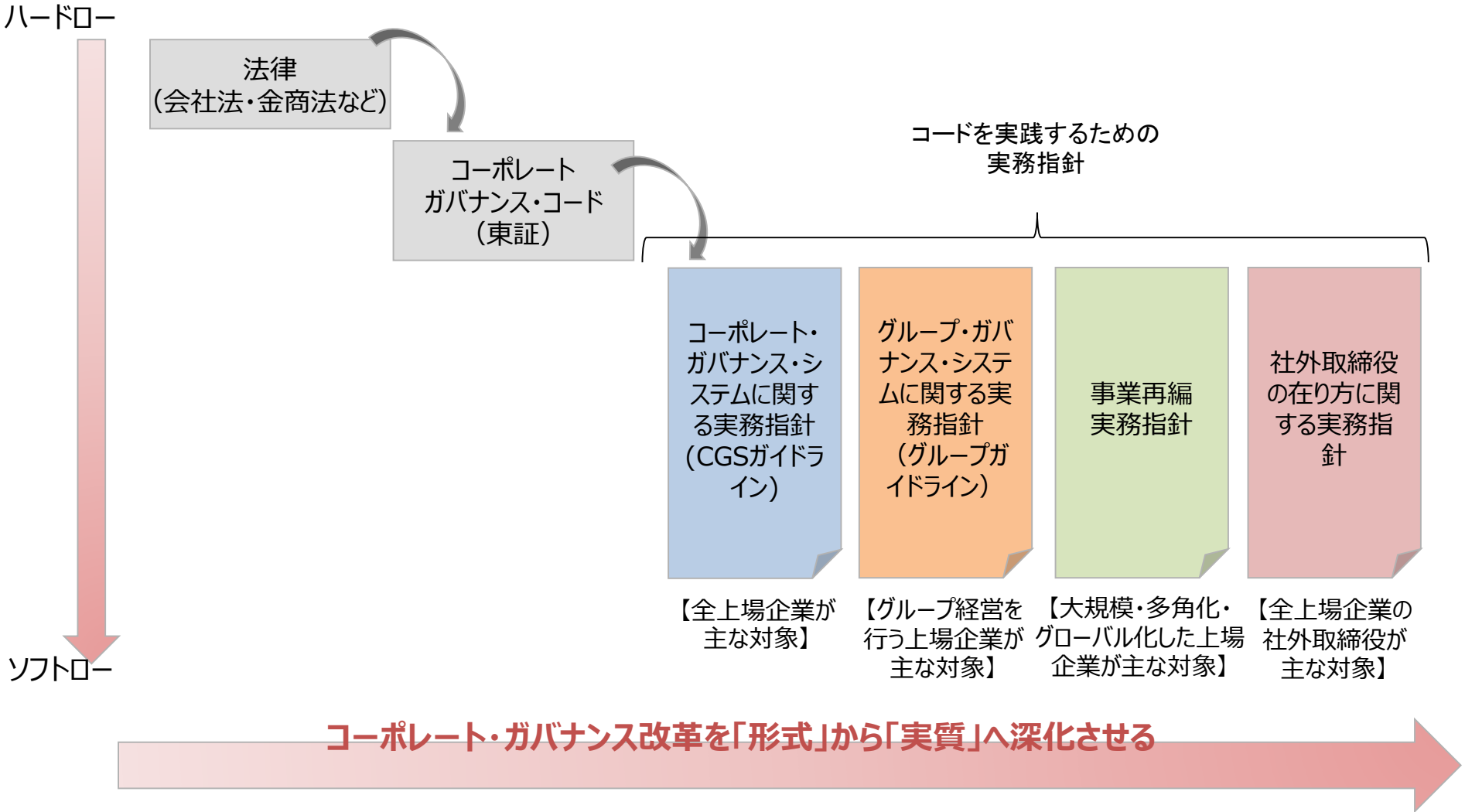
2. 経済産業省のこれまでの取組

コーポレートガバナンス改革の歩み

- 会社法改正やコーポレートガバナンス・コードの制定に加え、企業によるコーポレートガバナンス改革の実践をサポートするため、経済産業省ではガイドライン指針の制定などを実施し、ベストプラクティスを提示。

	時期	主な内容
会社法改正	2015年5月 施行	会社法を改正し、社外取締役の要件の厳格化等に関する規定を設けた。
コーポレートガバナンス・コード制定	2015年6月 施行	実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を規定した。独立社外取締役の2名選任を原則化した。
CGSガイドライン策定	2017年3月 公表	社外取締役の活用の在り方や指名・報酬委員会の運営など、コードを実践するべく、ベストプラクティスを提示した。
コーポレートガバナンス・コード改訂	2018年6月 施行	政策保有株式の縮減やCEOの選解任基準の明確化、指名・報酬委員会の設置の原則化等の見直しを行った。
CGSガイドライン改訂	2018年9月 公表	改訂コードを踏まえ、社長・CEOの後継者計画の策定・運用等に関するベストプラクティスを提示した。
グループガイドライン	2019年6月 公表	グループガバナンスの実効性を確保するため、上場子会社のガバナンスや内部統制等に関するベストプラクティスを提示した。
会社法改正	2019年12月 公布	会社法を改正し、社外取締役の設置の義務化、取締役の報酬や会社補償・D&O保険等に関する規律の見直しを行った。
事業再編実務指針	2020年7月 公表	事業の切り出しを円滑に実行するための実務上の工夫などのベストプラクティスを提示した。
社外取締役の在り方に関する実務指針	2020年7月 公表	改正会社法やコードの趣旨を踏まえつつ、社外取締役の役割・心得や具体的な行動についてベストプラクティスを提示した。

経済産業省の各指針の位置付け



CGSガイドラインの概要①

取締役会の在り方

取締役会の役割・機能

- 取締役会が実効的に機能するためには、意思決定機能のみならず、監督機能を果たすことや、それらの前提となる基本的な経営戦略や経営計画を決定することが重要。
- 検討の際には、（1）個別の業務執行の決定の多少（縦軸）と（2）社長・CEOの権限が集権的／分権的か（横軸）により4つの象限に分けられるが、いずれの象限においても、取締役会の監督機能を強化する取組（立体軸）が必要。
- 取締役会の役割・機能について、機関設計を変更するといった大がかりな改革だけでなく、より漸進的な取組を含めて、監督機能強化への取組を検討すべき。

取締役の指名

- 取締役会に求める役割と、その実現のための構成（多様性）を指名方針の策定の際に検討すべき。

取締役会議長

- 取締役会の監督機能を重視する場合には、社外取締役などの非業務執行取締役が取締役会議長を務めることを検討すべき。

コーポレートガバナンスの対応部署に係る整備

- 会社の内外のコーポレートガバナンス関連の対応を実効的に行うための体制整備を検討すべき。

取締役会の実効性評価

- 第三者的な視点を取り入れながら、自社の経営や取締役会の在り方について取締役会で議論することが必要。
- 取締役会の実効性評価の一環として、取締役会と委員会（指名委員会・報酬委員会等）とが一体として実効的に機能しているかについても評価を行うことを検討すべき。

CGSガイドラインの概要②

社外取締役の活用の在り方

社外取締役の活用に向けて

- 【社外取締役活用の視点】として、社外取締役を活用するための9つのステップを提示。

社外取締役の人材市場の拡充に向けて

- 経営経験者が積極的に他社の社外取締役を引き受けることを検討すべき。

経営陣の指名・報酬の在り方

経営陣の指名の在り方

- 経営トップの交代と後継者の指名は、企業価値を大きく左右する重要な意思決定であることを踏まえて、十分な時間と資源をかけて後継者計画に取り組むことを検討すべき。
- 後継者計画の策定・運用に取り組む際の7つの基本ステップを提示。
- 取締役会は、後継者計画を適切に監督し、社長・CEOの交代と後継者の指名を客観性と透明性の高い手続で行うことを検討すべき。
- 後継者指名プロセスの客観性・透明性を確保するための方策として、指名委員会が後継者計画の策定・運用に主体的に関与し、これを適切に監督することを検討すべき。
- 社長・CEOの後継者計画・後継者指名のプロセスや指名委員会の構成・役割や関与状況などについて情報発信することを検討すべき。

経営陣の報酬の在り方

- 経営陣の報酬体系を設計する際に、業績連動報酬や自社株報酬の導入について、検討すべき。
- 報酬政策を検討するに際しては、経営戦略→経営指標（KPI）→報酬政策の順番で検討していくことが重要。

CGSガイドラインの概要③

指名委員会・報酬委員会の活用の在り方

指名委員会・報酬委員会の活用

- 社長・CEO の選解任の実効性向上のために、指名委員会とともに、報酬委員会も併せて利用することを検討すべき。
- 指名委員会・報酬委員会を設置する場合には、対外的にその構成や運用実態について情報発信することを検討すべき。

諮問対象者・諮問事項

- ①社長・CEO、②社外取締役、③社長・CEO以外の経営陣、の選解任・報酬について、指名委員会・報酬委員会の関与の在り方を提示。

委員会の構成

- ①社外役員が少なくとも過半数であるか、または、②社外役員とそれ以外の委員が同数であって委員長が社外役員であることを検討すべき。

経営陣のリーダーシップ強化の在り方

相談役・顧問の在り方

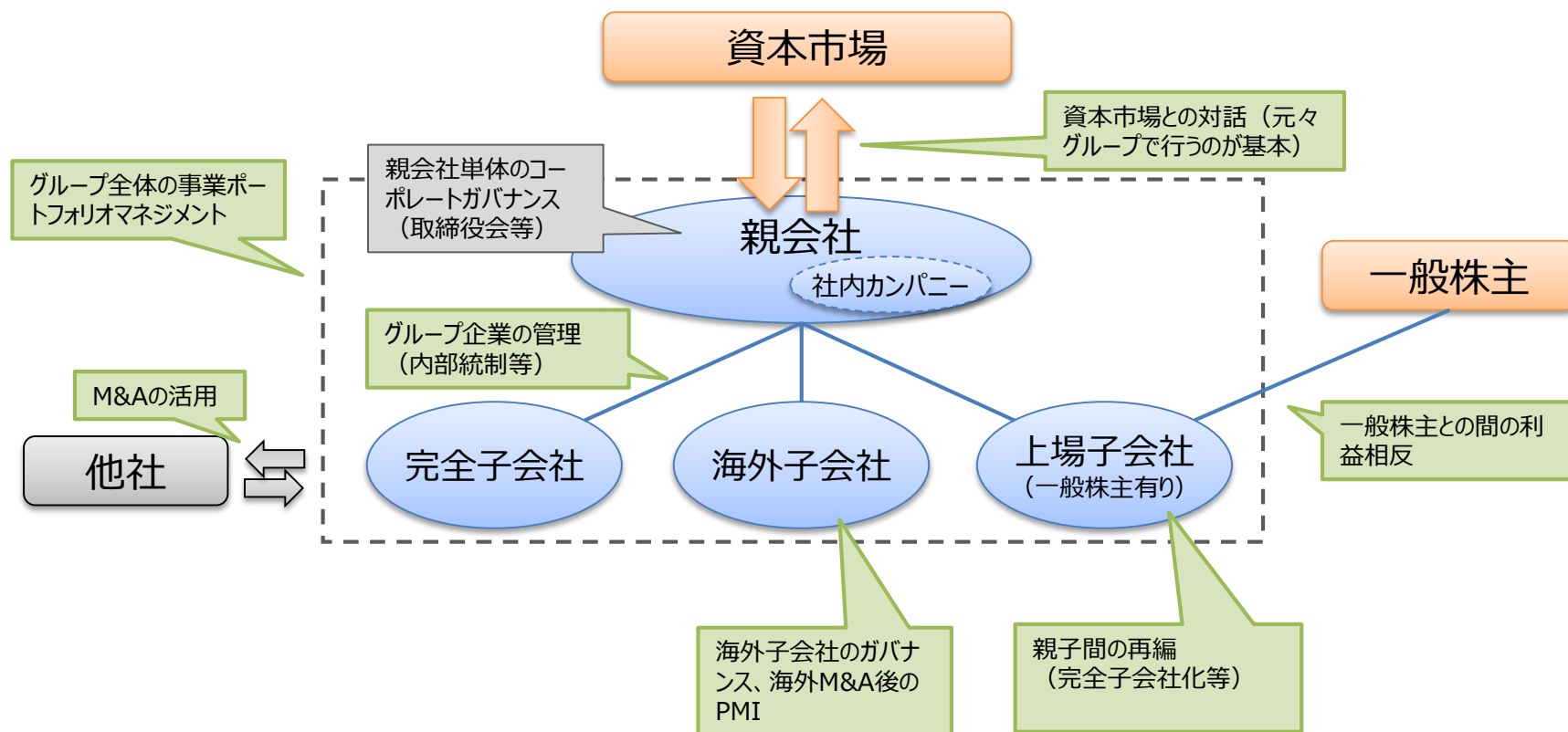
- 退任した社長・CEO 経験者を自社の相談役・顧問とするかどうかを検討する際に、具体的にどういった役割を期待しているかを明確にした上で、当該役割に見合った処遇（報酬等）を設定することを検討すべき。
- 以上の検討に際して、指名委員会・報酬委員会を活用するなど社外者の関与を得ることを検討すべき。

取締役会長の在り方

- 現社長・CEO に権限を集中させることの是非を踏まえて、取締役会長の権限・肩書（代表権の付与等）を検討すべき。

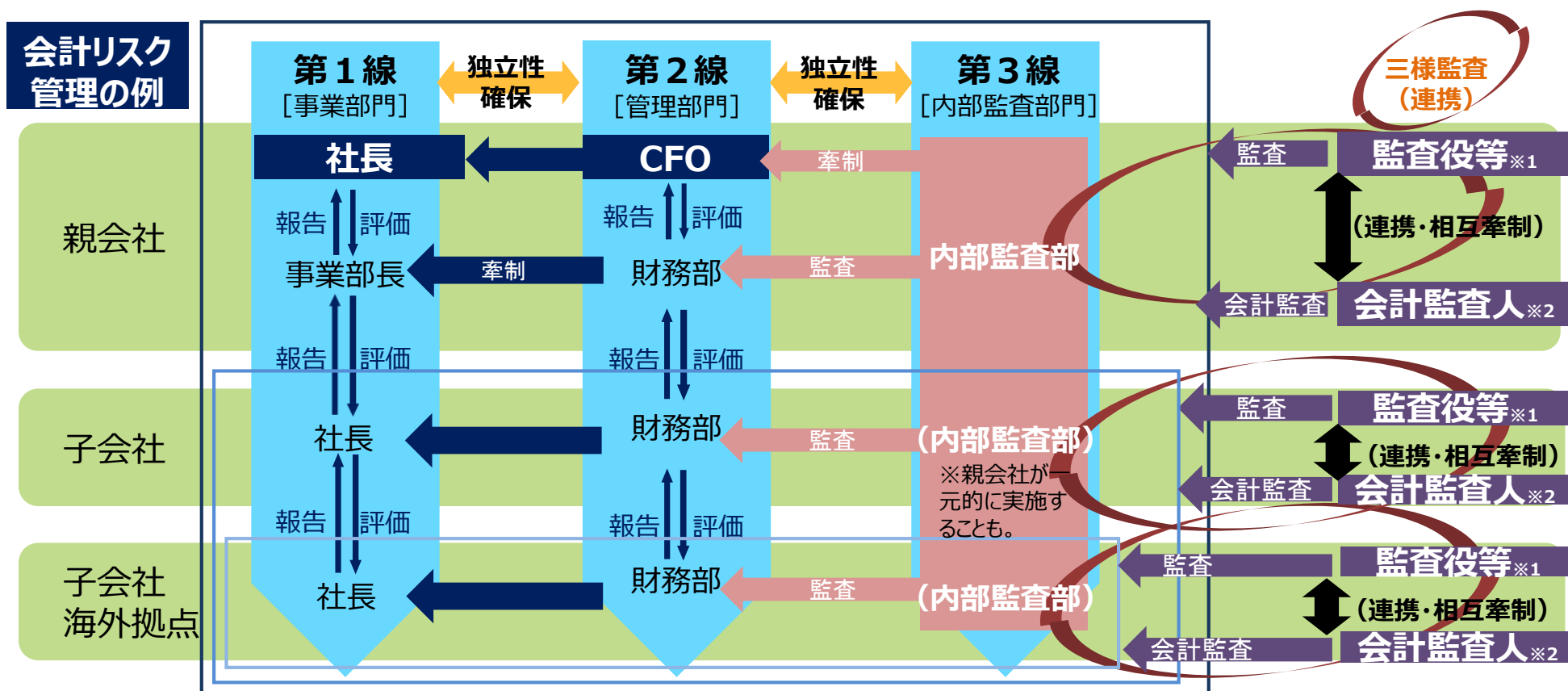
グループ・ガバナンス・ガイドラインの目的・対象

- 従来のガバナンス論は法人単位・「攻め」中心だったが、グループ経営の実態を踏まえ、グループとしての企業価値の向上に向け、攻め・守りの両面からグループガバナンスに関するベストプラクティスを示すもの。※企業の多角化・グローバル化や子会社不祥事問題が背景。
- 主な対象は、多様な事業分野への展開・グローバル化を進めた大規模グループ企業（海外含め、多数の子会社を保有）。
- ①実効的な子会社管理と②事業ポートフォリオの最適化が中心。



(参考) グループ経営における3線ディフェンス

- グループ経営の中で「**3線ディフェンス**」を実効的に運用するため、第2線と第3線において人事・業績評価・予算配分等の権限を通じて**親子間でタテ串をさし、第1線に対する牽制を働かせることが重要**。
※過去の不祥事案では、第2線・第3線の独立性の欠如が指摘されている。



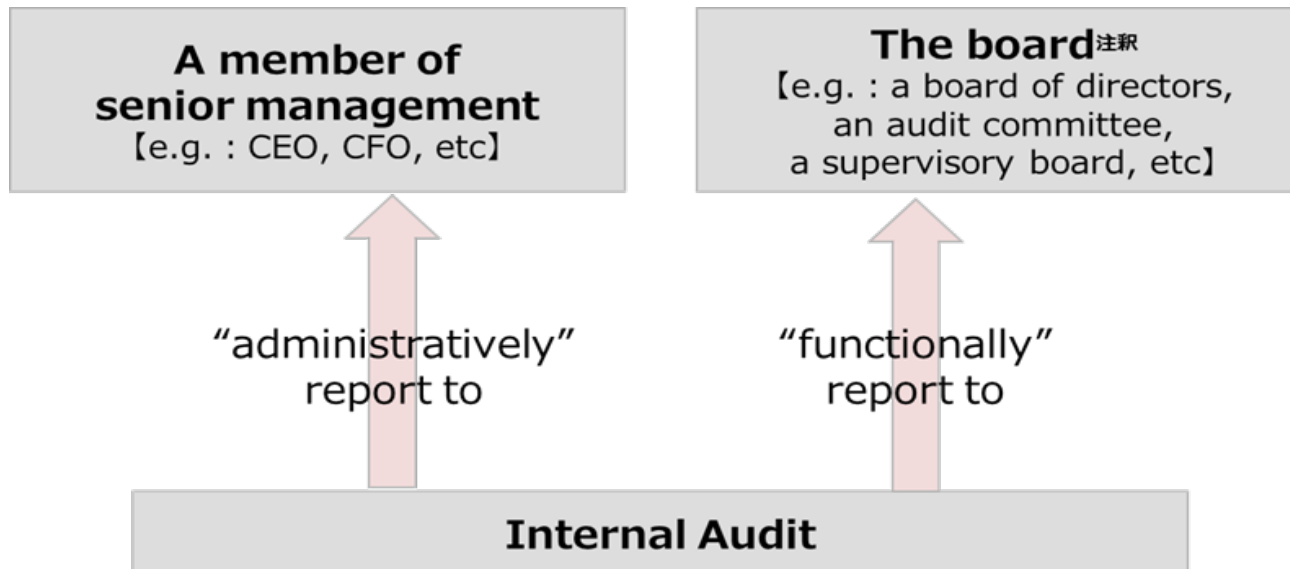
※1: 監査等委員、監査委員の場合も同様

※2: 監査等委員会設置会社、指名委員会等設置会社、大会社の場合、設置が必須。(会社法第327条第5項、328条1項・2項)

(参考) 監査役等と内部監査部門の連携

- 監査役・監査委員会等の機能発揮のため、(スタッフとして) **内部監査部門の活用**が有効。
→国際基準に合わせ、内部監査部門から、①業務執行ラインに加えて、②**監査役等にも直接のレポートラインを確保**し、とりわけ経営陣の関与が疑われる場合にはこちらを優先すべき。
※内部監査部門は、現場を見張る「社長の耳目」から、社長も見張る「**独立したプロ監査**」へ。

【国際基準における内部監査部門のデュアルレポートライン】



(出典) Institute of Internal Audit (IIA) 『Implementation Guide 1110』 (International Professional Practices Framework) を基に経済産業省において作成。

(注釈) 日本においては、取締役会及び監査役(会)又は監査委員会などが、「the board」に該当すると解される。

社外取締役の在り方に関する実務指針（2020年策定）

- 社外取締役の導入が進んでいるものの、社外取締役が果たしている役割は会社によってまちまちであることから、本年7月に実務指針を策定し、社外取締役の役割や心構え、行動の在り方、会社側のサポート体制等についてのベストプラクティスを提示。

社外取締役の 5つの心得

- ・ 取締役会の職務・権限や取締役の義務・役割に関する会社法の規定・解釈を整理。
- ・ 社外取締役の役割及び心構えとして特に重要な点を5つの心得としてまとめた。

社外取締役としての具 体的な行動の在り方

- ・ 社外取締役として期待される役割を果たすための具体的な行動の在り方を整理。
 - 就任時の留意事項
 - 取締役会の実効性を高めるための働きかけ
 - 指名・報酬への関与の在り方
 - 取締役会、指名委員会・報酬委員会の実効性評価
 - 取締役会以外の場でのコミュニケーション
 - 投資家との対話やIR等への関与
 - 情報収集、研修・研鑽

会社側が構築すべきサ ポート体制・環境

- ・ 社外取締役が役割を果たすために会社側が構築すべきサポート体制・環境を整理。
 - 社外取締役への情報提供に関するサポート体制・環境
 - 外部の専門家を利用する費用面のサポート

(参考) 社外取締役の5つの心得

- 社外取締役については、昨年策定した「**社外取締役の在り方に関する実務指針**」で、特に重要な点を提示。

心得 1

- 最も重要な役割は、**経営の監督**。その中核は、**経営陣（特に社長・CEO）に対する評価と、これに基づく指名や報酬の決定**。必要な場合には、社長・CEOの交代を主導することも。

心得 2

- **社内のしがらみにとらわれない立場**で、市場や産業の構造変化を踏まえた会社の**将来を見据え、持続的成長に向けた経営戦略を考える**ことを心掛けるべき。

心得 3

- **業務執行から独立した立場**から、**経営陣(特に社長・CEO)に対して遠慮せずに発言・行動**することを心掛けるべき。

心得 4

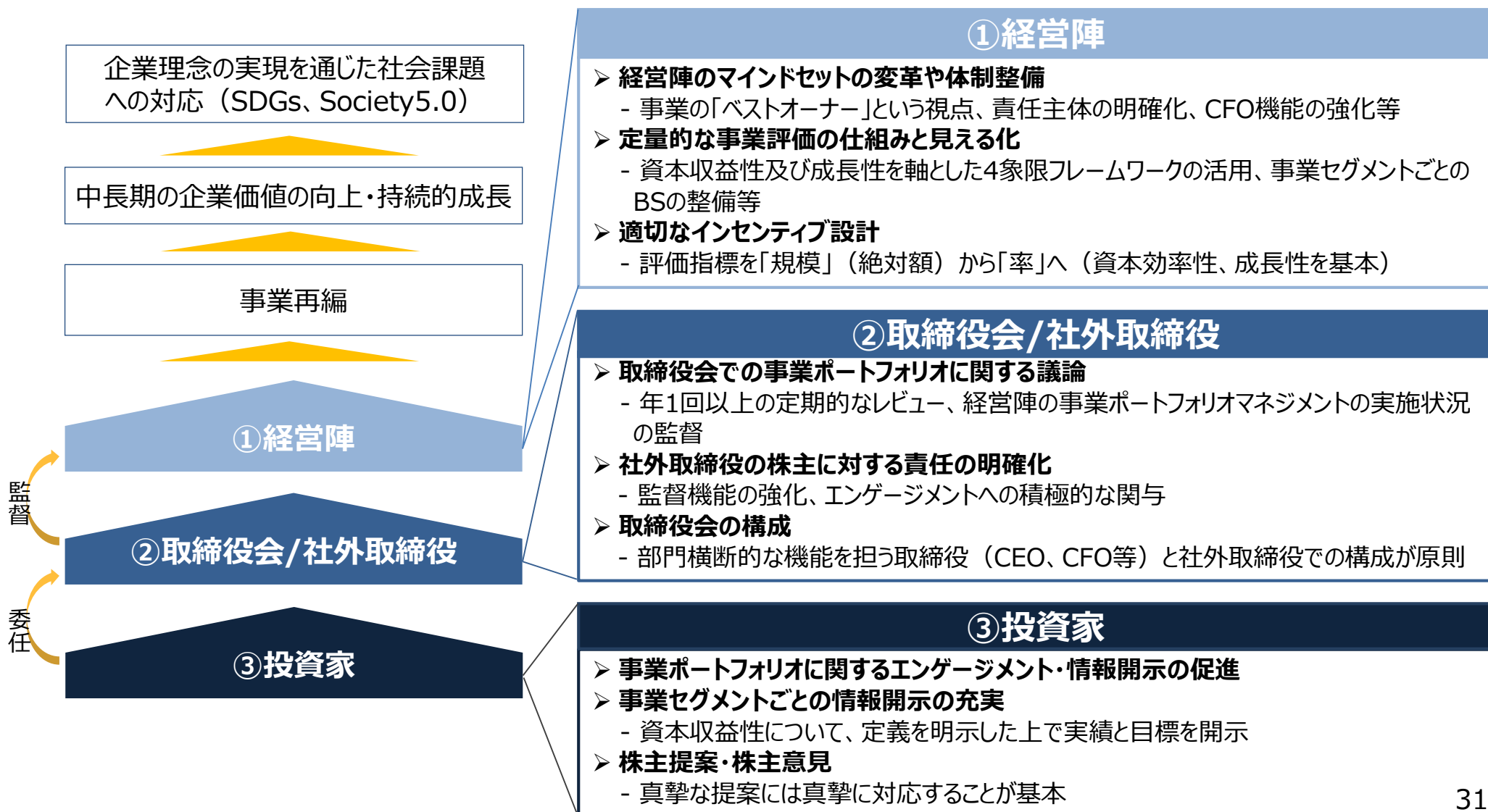
- 社外取締役は、経営陣と**適度な緊張感・距離感を保ちつつ**、コミュニケーションを図り、**信頼関係を築く**ことを心掛けるべき。

心得 5

- 会社と経営陣・支配株主等との間の**利益相反を監督**することは、社外取締役の重要な責務。

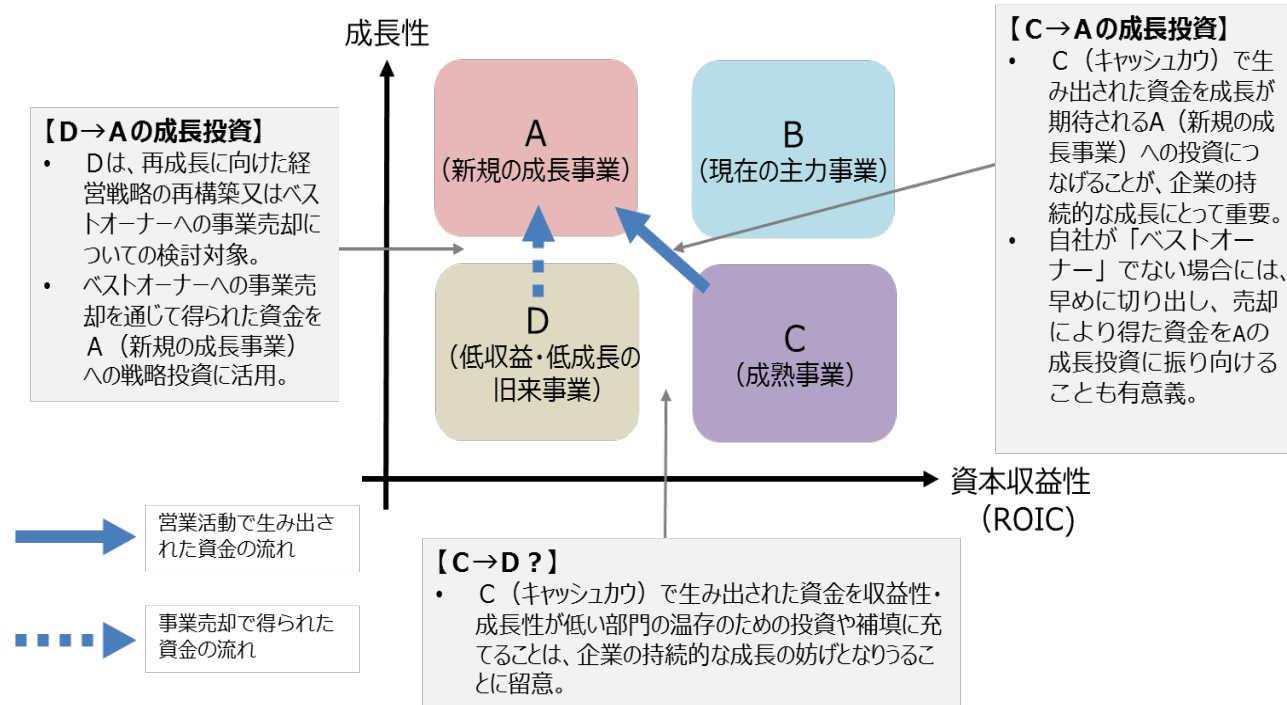
事業再編実務指針の全体像（2020年策定）

- 事業再編研究会では、2020年7月、スピノフを含む事業再編を促すため、コーポレートガバナンスの在り方について整理した実務指針を策定。



(参考) 4象限フレームワークを用いた事業評価

- 本指針では、資本収益性と成長性を軸として事業評価を行うための仕組みとして、資本収益性と成長性を軸に事業を整理することを提案している。



本指針の提案内容

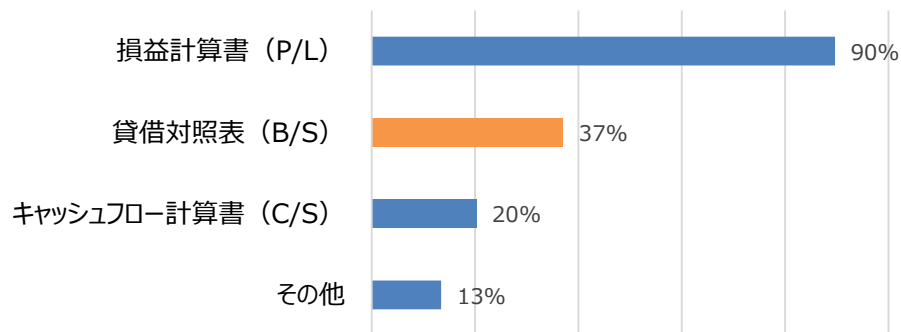
- ◆ 成熟事業（C）で生み出された**資金を新規の成長事業（A）に振り向ける**ことが重要。
- ◆ 切出しを検討すべき対象事業としては、**特に緊急を要するのがD（低収益・低成長）に属する事業**。
- ◆ また、現時点では高収益な成熟事業（C）であっても、中長期的には自社で抱えておくことがベストではない場合には早期に切り出し、成長投資に資金を回すことが合理的。

(参考) 事業評価の仕組みの構築と運用

- 事業ポートフォリオの最適化を図るため、対象事業にとって自社が「ベストオーナー」になれるかという視点に立った上で、定量評価を踏まえた検討を行うことが必要。

事業セグメントごとの財務諸表の整備状況

事業セグメントごとに損益計算書（P/L）を整備する企業は多いが、資本コスト等の把握に不可欠な**貸借対照表（B/S）を整備する企業は4割弱にとどまる。**



日本企業が重視する経営指標

日本企業の経営陣は売上や営業利益の絶対額を重視する傾向が強く、**資本効率性に関係した指標はそれほど重視されていない。**

	1 番目に重視	2 番目に重視	3 番目に重視
選択率 1 位	売上の絶対額 (49%)	営業利益率 (27%)	営業利益率 (31%)
選択率 2 位	営業利益の絶対額 (24%)	営業利益の絶対額 (26%)	売上の絶対額 (19%)
選択率 3 位	営業利益率 (13%)	売上の絶対額 (26%)	ROE (8%)

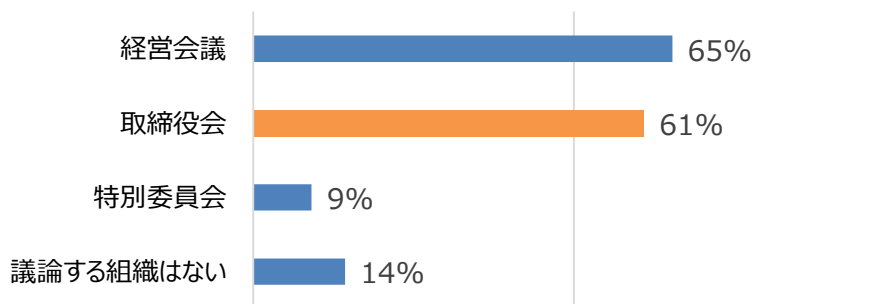
本指針の提案内容

- ◆ 事業ごとの資本収益性を測る指標として**ROIC（投下資本収益性）を導入**し、資本コストや競合他社との比較を行うことが重要。
- ◆ 事業ごとにROICと資本コストを比較するため、連結ベースで**事業セグメントごとの「ざっくり」したB/Sを整備**することが必要。
- ◆ 成長性については、その市場において**自社が当該事業の「ベストオーナー」であるか**という観点から評価すべき。

(参考) 事業ポートフォリオに関する取締役会の役割

- 本指針では、会社法上、会社の機関設計に関わらず、事業ポートフォリオに関する基本方針の決定及びその方針に基づく執行の監督は、取締役会の重要な役割であることを整理した。

事業ポートフォリオを検討する機関

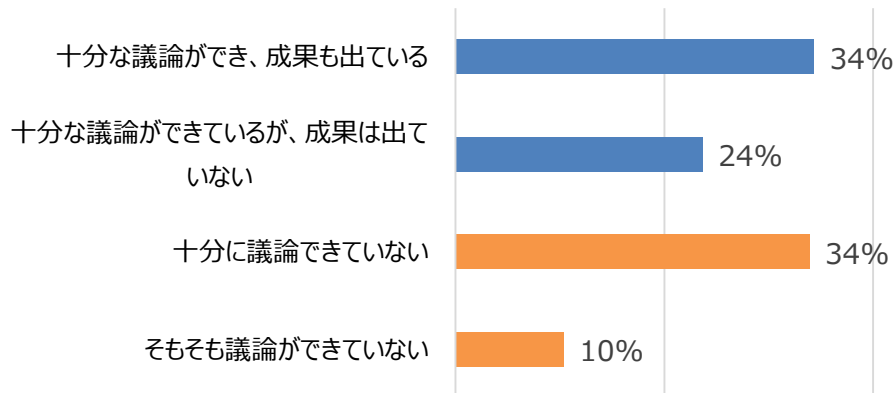


本指針の提案内容

会社法上の
位置付け

- **会社法上**、会社の機関設計に関わらず、**事業ポートフォリオに関する基本方針の決定**、及びその基本方針に基づき経営陣が行う職務の執行に対する監督は、**取締役会の重要な役割**。
- また、**取締役は**、善管注意義務に基づき、**事業ポートフォリオに関する基本方針の決定及び監督に関して**、中長期的な企業価値を向上させるべく、**最善を尽くすことが求められる**。
(指針62～65頁)

事業ポートフォリオ検討に関する社外取締役の認識



◆取締役会においては、少なくとも年に1回は定期的に事業ポートフォリオに関する基本方針の見直しを行うとともに、経営陣に対して、**事業ポートフォリオマネジメントの実施状況等の監督を行うべき**。

◆取締役会では、株主に対する受託者責任を踏まえ、全社レベルの視点から検討するとともに、①事業ポートフォリオに関する実施体制・事業評価の仕組み・情報開示、②事業ポートフォリオの内容について確認するべき。

バーチャル株主総会について

- 現行会社法において、リアル株主総会やハイブリッド型バーチャル株主総会の開催は可能であるが、バーチャルオンリー株主総会の開催は難しいとされる。
- バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とする会社法の特例を、産業競争力強化法改正で措置。

現行会社法の規定

- ・ 株主総会を招集する場合には、株主総会の「場所」を定めなければならない（会社法298条1項1号）。
- ・ 株主総会の「場所」は、株主が質問し説明を聴く機会を確保するため、物理的に入場することができる場所でなければならないと解されている。

リアル株主総会

- ・ 物理的な会場を設ける。
- ・ 株主は、物理的な会場に赴き出席。

ハイブリッド（参加・出席）型 バーチャル株主総会

- ・ 物理的な会場を設ける。
- ・ 株主は、物理的な会場に赴き出席するほか、インターネット等の手段により参加・出席することが可能。

バーチャルオンリー株主総会

- ・ 物理的な会場を設けない。
- ・ 株主は、インターネット等の手段により出席。

⇒現行会社法上、開催可能。

⇒**現行会社法上、開催は難しいとされる。**
産業競争力強化法改正で特例を措置。

バーチャルオンリー株主総会に関する制度の概要（産業競争力強化法）

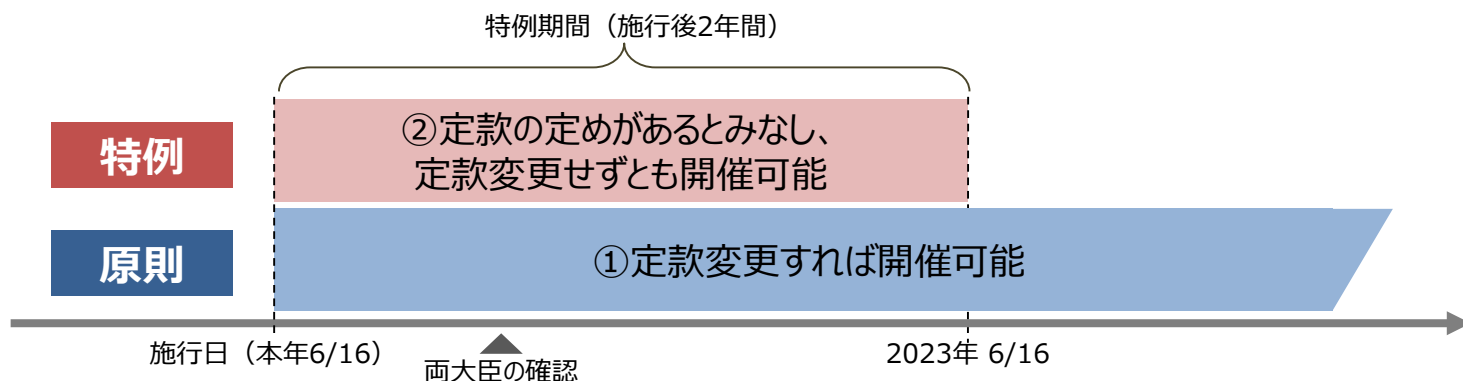
- 上場会社は、両大臣の確認を受けた場合に限り、バーチャルオンリー株主総会を開催することができる旨を定款に定めることができる。
- ただし、施行後2年間においては、上記の確認を受けた上場会社は定款の定めがあるものとみなすことができ、定款変更決議を経ることなく、開催することが可能。

制度の内容

確認要件

- ① 通信の方法に関する事務の責任者の設置
- ② 通信の方法に係る障害に関する対策についての方針の策定
- ③ インターネットの使用に支障のある株主の利益の確保への配慮についての方針の策定 等

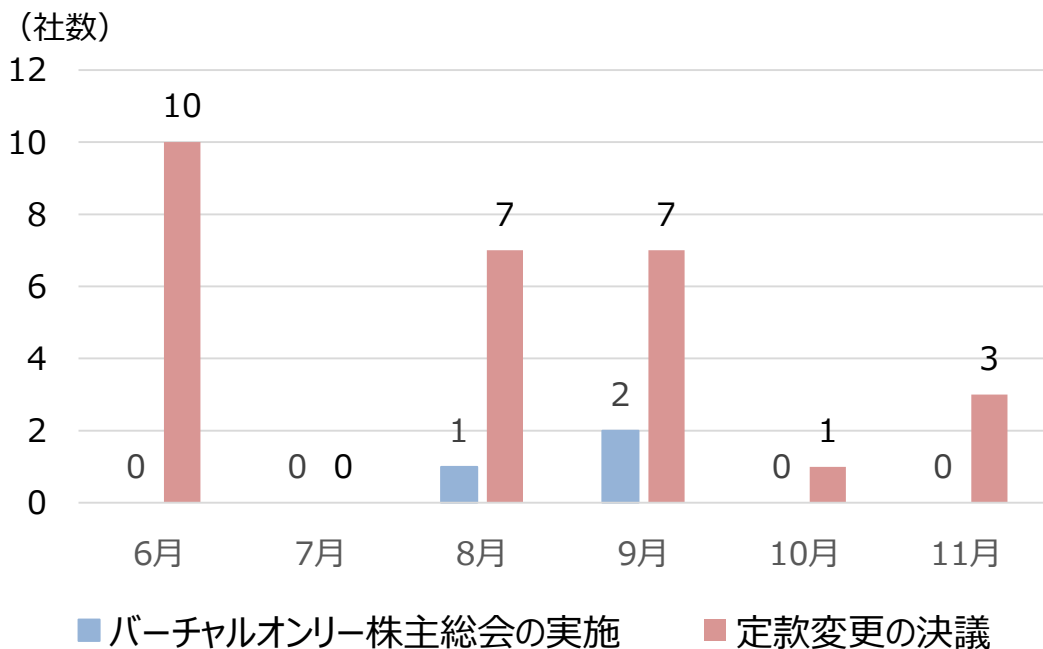
- ① 上場会社は、経済産業大臣及び法務大臣の確認を受けた場合に限り、株主総会を「場所の定めのない株主総会」とすることができる旨を定款に定めることができ、この定款の定めのある上場会社については、バーチャルオンリー株主総会の開催を可能としている。
- ② 新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえ、施行後2年間は、上記①の確認を受けた上場会社については、上記①の定款の定めがあるものとみなすことができることとしている。この場合、定款変更の株主総会決議を経ることなく、バーチャルオンリー株主総会の開催が可能となる。なお、当該みなしに基づく場所の定めのない株主総会においては、上記①の定款の定めを設ける定款変更の決議を行うことはできない。



バーチャルオンリー株主総会の実施・定款変更の状況

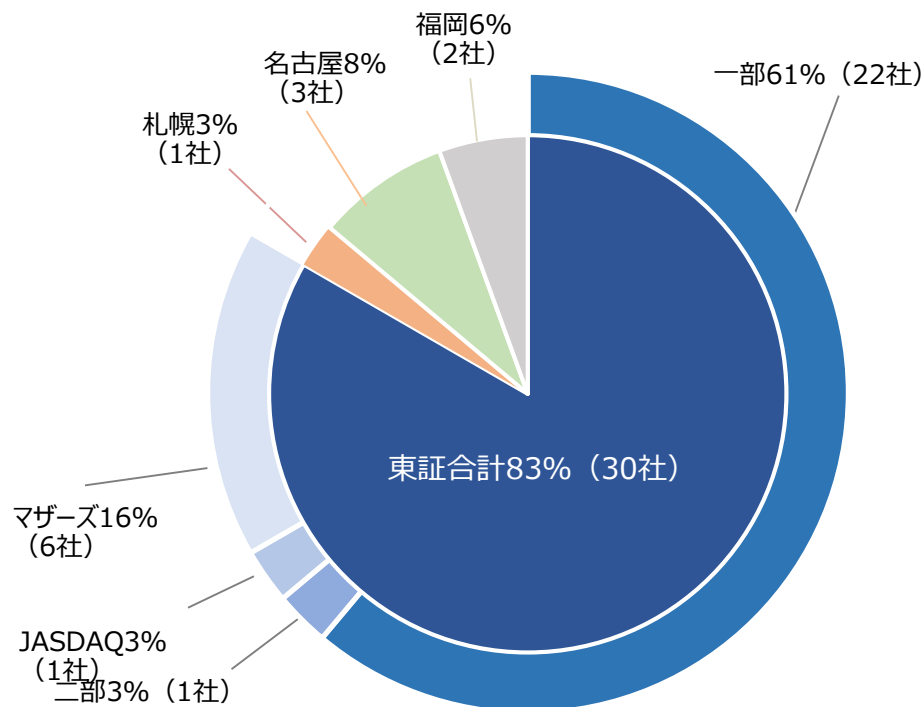
- バーチャルオンリー株主総会を実施した会社はこれまで3社（いずれも経過措置を利用して実施）。
- また、バーチャルオンリー株主総会の実施を可能とする定款変更議案を総会で決議した会社は28社。

バーチャルオンリー総会実施及び定款変更決議の推移



(注) 2021年6月の制度開始以降、11月26日までの数字
(11月16日現在。実施予定3社を含む)。

実施及び決議した企業が上場している市場

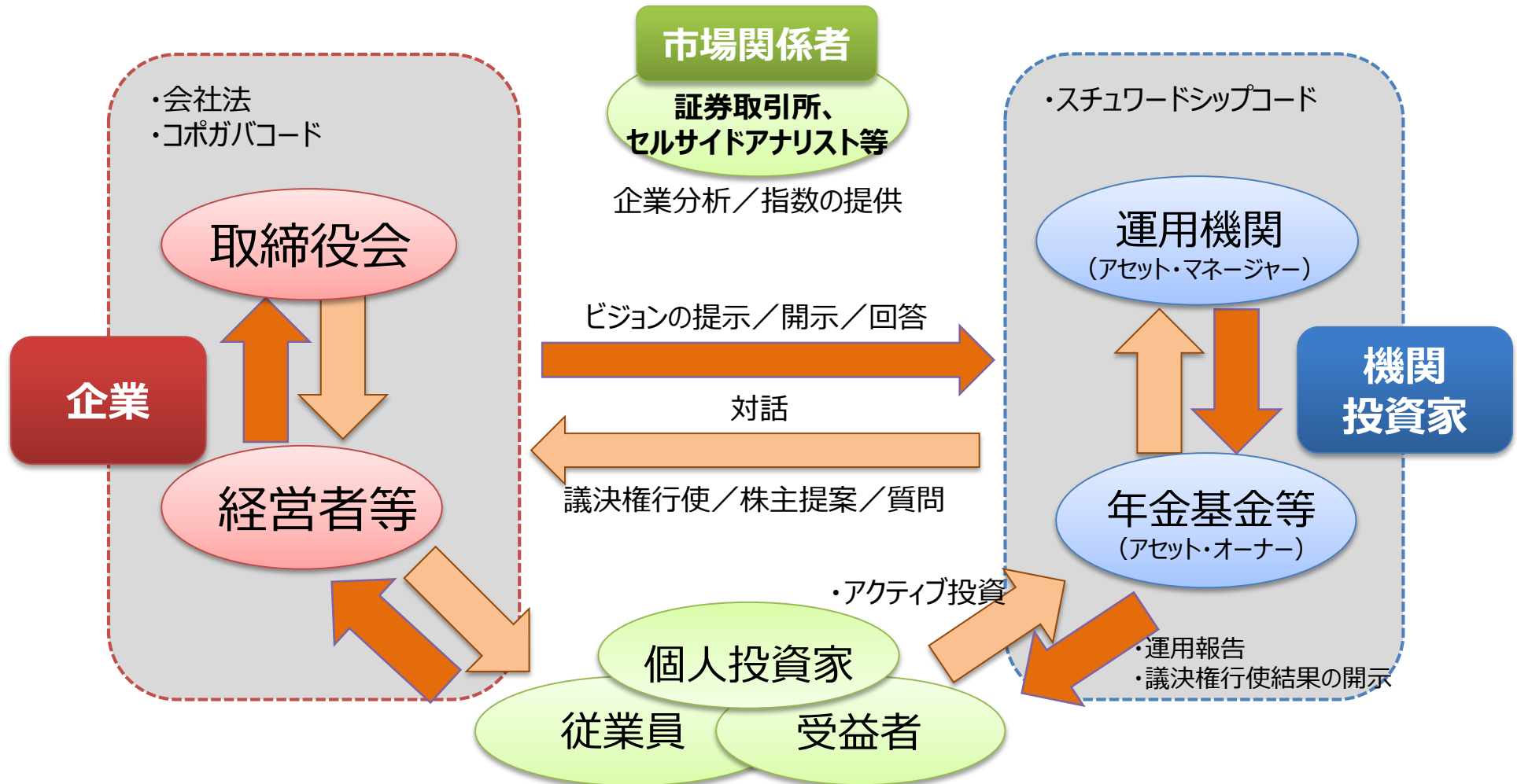


(注) 複数の証券取引所に株式を上場している企業があるため、合計は左のバーチャルオンリー株主総会実施件数及び定款変更決議件数とは一致しない。件数はバーチャルオンリー総会の実施件数と定款変更決議件数の合計で、いずれも11月26日までの件数（11月16日現在。実施予定3社を含む）。

3. C G S 研究会（第 3 期）における検討課題

インベストメントチェーンの全体像

- 企業が稼ぐ力を高め、持続的な企業価値を向上させるためには、企業における適切なガバナンス機能の発揮と、企業と投資家との建設的な対話を促すことが重要。



ガバナンス改革の実質の充実が道半ばである背景

- 企業からのヒアリングでは、ガバナンス改革の実質の充実が道半ばである背景について、以下のような意見もあった。実務において、手段が目的化していないか。

(1) 取り組むべき理由や意義について関係者が理解・納得できていない

◆ なぜガバナンス強化を行う必要があるのか、本質を理解できていない

⇒ コーポレートガバナンス・コードという規制への対応であれば、形式面のみで十分。監督側の議論が多く、執行側が変わらなければならないという認識が薄い

◆ ガバナンス強化が企業価値向上に結びつく実感がない

⇒ 改革の成果について検証されているのかどうか不明であり、対応のため本業に割ける時間を削られる等のネガティブな印象がある。また、社外取締役が役割を誤って理解しており、執行側が振り回されることもある

(2) どのように対処すべきか方法論が分からない

◆ 改訂の都度、対応すべき事項が多く、どのように進めればよいか分からない

⇒ 経営に近い難しい課題や難易度の高い項目が増え、本質的な取組のために何をすればよいのかが分からない

◆ 推進する体制を築きにくい

⇒ 広い視野を持って一連で対応する必要があるが、事務局が複数部署に分かれる場合等が多く、推進するのが難しい。経営を巻き込んだ議論が必要であり、ボトムアップでは進めにくい

(3) 実質を充実させるには時間がかかる

◆ 外形的な仕組みをまずは作り、運用する中で企業行動を変えていくという考えがある

⇒ コンプライすることで満足せず、課題を見つけ、改善していくことが必要

コーポレートガバナンス改革が目指すもの

- ガバナンス機能の強化や企業が市場と向き合うことにより、健全な企業家精神の発揮などを介して、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上という目的に繋がることが期待されている。

企業におけるガバナンス機能の強化



機関投資家における企業との対話・投資判断

健全な企業家精神の発揮

- ・適切なリスクテイク
- ・果断な意思決定のできるCEOの選任 等

守りのガバナンス

- ・コンプライアンスの確保
- ・リスク管理 等

中長期の成長投資
事業ポートフォリオマネジメント
オープンイノベーション 等

【目的】 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上

この経路に目詰まりが起きていないか

(参考) 「攻めのガバナンス」の考え方

- ガバナンスを適切に規律づけることで、経営者が健全な企業家精神を発揮しつつ経営手腕を振るえる環境が整備されるというのが「攻めのガバナンス」の考え方。
- この前提には、経営判断の結果、会社等に予期せぬ損害が生じて、経営の「意思決定過程の合理性」を確保すれば、経営陣が結果責任を問われることはないという考え方がある（いわゆる経営判断原則）。

(参考) コーポレートガバナンス・コード原案 序文7項

会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コード（原案）は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンスの実現を目指すものである。本コード（原案）では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社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を置いている。

本コード（原案）には、株主に対する受託者責任やステークホルダーに対する責務を踏まえ、一定の規律を求める記載が含まれているが、これらを会社の事業活動に対する制約と捉えることは適切ではない。むしろ、仮に、会社においてガバナンスに関する機能が十分に働かないような状況が生じれば、経営の意思決定過程の合理性が確保されなくなり、経営陣が、結果責任を問われることを懸念して、自ずとリスク回避的な方向に偏るおそれもある。こうした状況の発生こそが会社としての果断な意思決定や事業活動に対する阻害要因となるものであり、本コード（原案）では、会社に対してガバナンスに関する適切な規律を求めることにより、経営陣をこうした制約から解放し、健全な企業家精神を発揮しつつ経営手腕を振るえるような環境を整えることを狙いとしている。

(参考) 経営戦略の策定と監督に関するコード上の原則

- 2021年6月のコーポレートガバナンス・コードの改訂では、取締役会が経営戦略の策定と監督により深く関与する方向で改正が行われている。

【原則4－1. 取締役会の役割・責務(1)】

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきであり、重要な業務執行の決定を行う場合には、上記の戦略的な方向付けを踏まえるべきである。

【原則4－2. 取締役会の役割・責務(2)】

取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである。（略）

コード改訂における追加・新設項目

補充原則 ※改正で下線部を追加

2－3① 取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである。

補充原則 ※新設

4－2② 取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。

また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

コーポレートガバナンスシステムを改めて議論する狙い

- 社外取締役や指名・報酬委員会の導入が進むなど、コーポレートガバナンスの仕組みは整えられてきているが、実質の充実は道半ば。マクロで見ると、中長期的な成長に資する投資は不十分。
- 他方、デジタル化に伴い、特にグローバルな競争のある分野では、事業を迅速に規模拡大できる経営力が重要に。従来以上に、迅速果断な経営判断の必要性が増し、それができない企業がグローバル競争から取り残される状況に。
- こうした中で企業が成長するためには、経営者のアントレプレナーシップやアニマルスピリット（企業家精神）が健全な形で発揮されるための仕組みを作り上げていくことが、より重要に。
- これまでのガバナンス改革は、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、踏み込んだ経営戦略を立案し、速やかに実行するための執行側の機能の強化も重要ではないか。
- また、最大公約数的な監督機能の強化がある程度達成された場合には、企業特性によって適したガバナンスの姿・水準を考えることが必要になるのではないか。

- 
- ① 企業価値を高める経営戦略を生み出し実行する仕組みをどう築くか、
 - ② 特にグローバル競争の中で成長を目指す企業のガバナンスをどう考えるか、
- といった観点から、コーポレートガバナンスシステムに関する課題を検討する。

（１）全般的な論点

- 企業特性によって、適したガバナンスの姿・水準にはどのような違いがあると考えられるか。
- 健全な企業家精神の発揮を促すために、更にどのような方策が考えられるか。

（２）経営の質を向上させるための執行側の機能強化

- 経営戦略策定における、経営陣と取締役会の役割分担や、経営陣と事業部門の役割分担はどうあるべきか（CEO集権型か、分権型か）。
- CEO権限を強くした場合、CEO以外の経営幹部（上席執行役員等）の人事や報酬について、指名委員会・報酬委員会はどこまで関与すべきか。
- 迅速性が重要となる中で、経営戦略策定プロセスの在り方はどうあるべきか。
- 近年、サステナビリティ委員会を設置するといった動きもあるが、このような経営戦略を集中的に検討するための委員会について、有効に活用するために重要な点は何か。

（３）グローバルな競争の中で成長を目指す企業のガバナンス

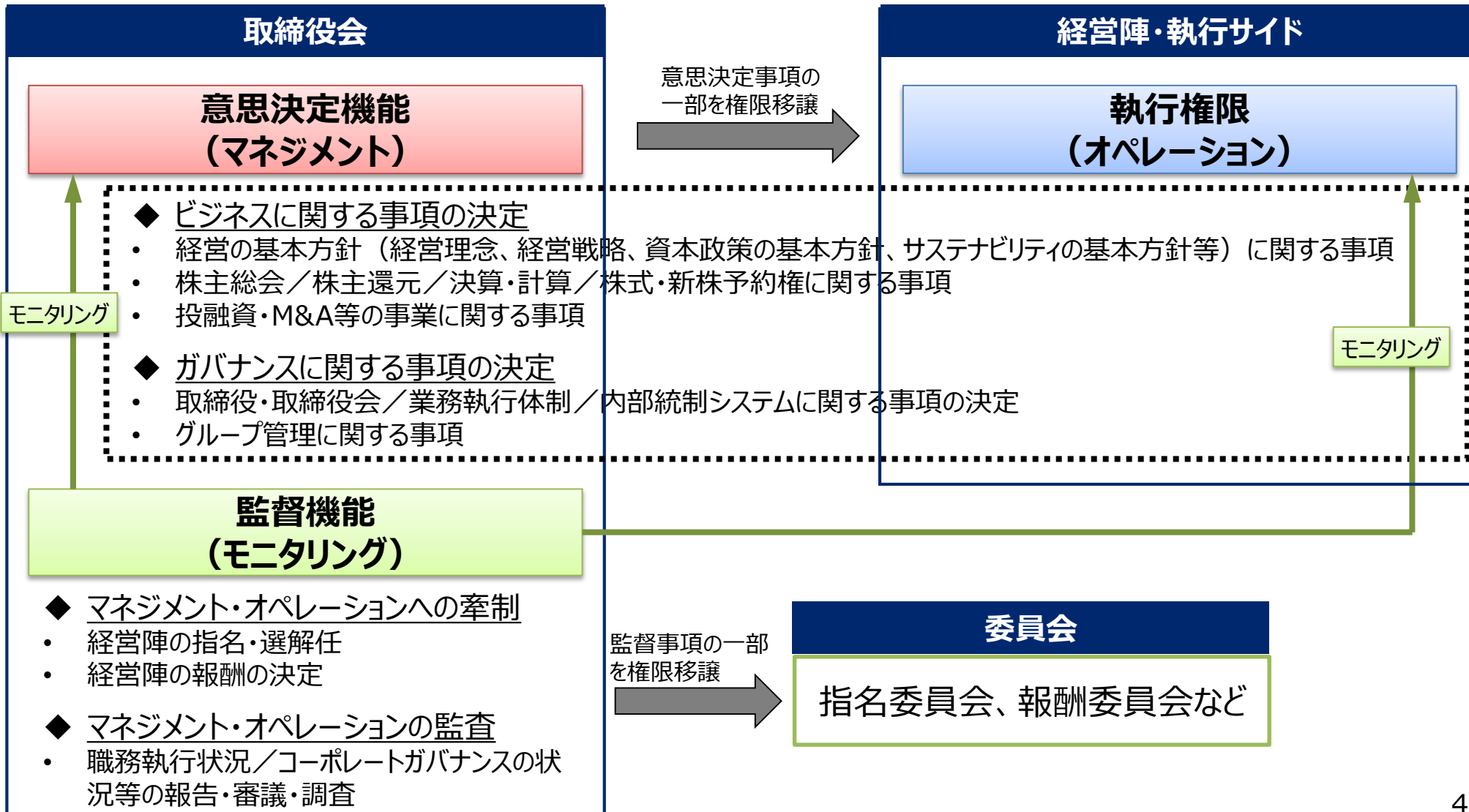
- グローバルな競争の中で成長を目指す企業にとって、適したガバナンスの仕組みはあるか（業務執行決定事項の範囲、機関設計、取締役構成、議決権の多様化等）。
- コーポレートガバナンスコードの改訂等を踏まえ、CGSガイドラインをアップデートすべき点はあるか（ボードサクセッション、スキルマトリックスの活用、取締役会議長・筆頭独立社外取締役、コーポレートガバナンスの対応部署、取締役会の実効性評価等）。
- 米国では経営戦略の策定・遂行を効果的に監督するためのBoard3.0についての議論もあるが、日本においてこうした議論をどう考えるか。

（４）その他の論点

- 社外取締役候補者の人材プールの質・量の向上
- サステナビリティを巡る課題の一つとして位置づけられた取引先との公正・適正な取引について、取締役会としてどのように取り組むべきか。

取締役会の役割・機能に関する整理

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



サステナビリティ委員会等の各種の委員会の活用

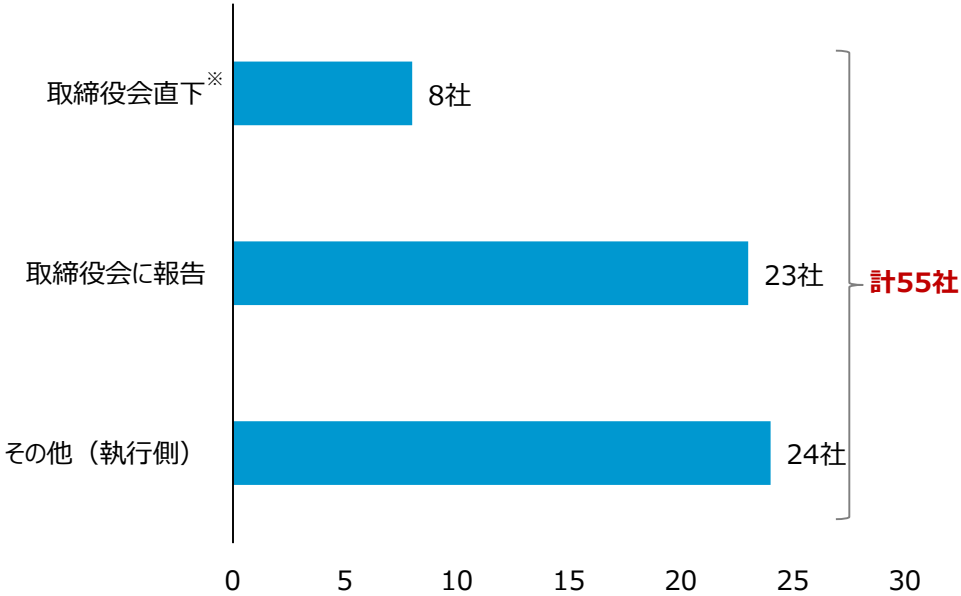
- 英米の大企業では、サステナビリティや財務・投資に関する委員会など、指名・報酬以外の各種委員会が活用されている。
- 日本でもこうしたテーマ別の委員会の設置の動きが広まりつつあるが、指名・報酬委員会とは異なる性質のものとも考えられる。日本企業のガバナンスの仕組みの中で、こうした委員会をどう位置付け活用していくべきか。

米英での指名・報酬以外の委員会の設置状況

	米国 (S&P100 : 98社)	英国 (FTSE100 : 77社)
Executive (戦略関連)	31社	8社
Finance (財務・調達／投資・M&A関連)	40社	7社
Sustainability (サステナ、ESG、CSR関連)	33社	33社
Risk (リスクマネジメント関連)	18社	17社
Technology (技術、イノベーション関連)	26社	7社

(注) FTSE100は77社、S&P100は98社を母数として数値を算出
(出所) 日本総合研究所

JPX400対象企業における
サステナビリティ委員会の設置状況



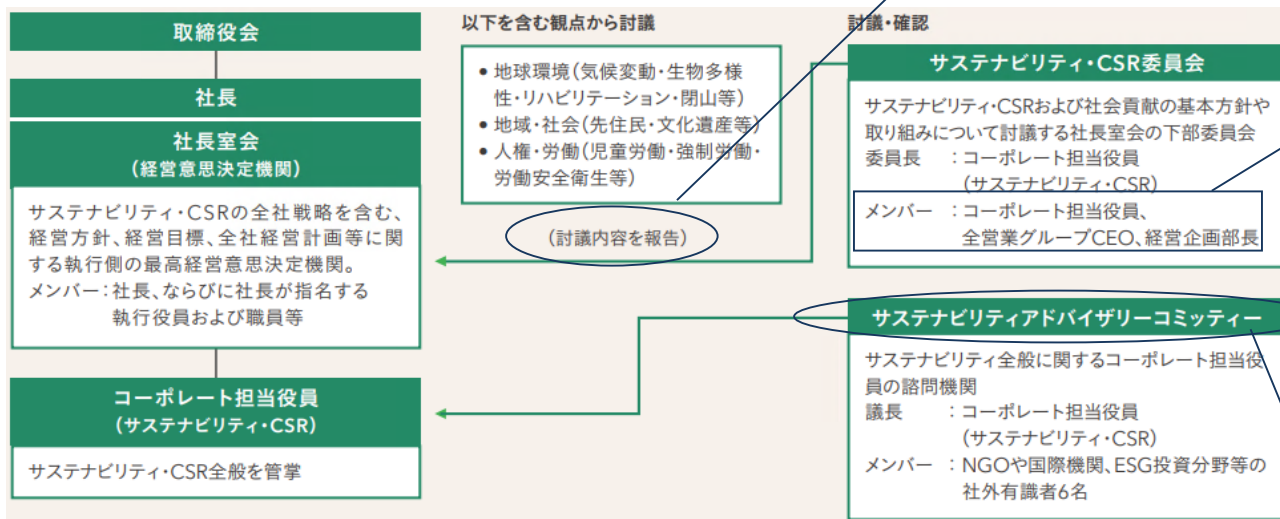
※ 委員会が取締役会の諮問機関として位置づけられていることを表す
(出所) 日本経済新聞社

委員会等の活用にかかる論点

- サステナビリティ委員会に関しては、主に役割・構成・外部有識者の必要性等について、各社での方針が異なる。サステナビリティのような経営戦略に近いテーマを議論する場合、どのような体制が望ましいか。

企業のサステナビリティ推進体制の例（三菱商事）

- 取締役・コーポレート担当役員が管掌し、サステナビリティ・CSR部が方針・施策を企画・立案の上、年2回をめぐりにサステナビリティ・CSR委員会で討議後、社長室会（執行側の最高意思決定機関）、取締役会において付議・報告される体制



① 取締役会との関係および役割

＜執行寄りの位置づけの場合＞

- ・主に執行の要素が強い議論を業務執行役員中心に行う（＋取締役会にも報告を行う）

＜監督寄りの位置づけの場合＞

- ・取締役会の諮問機関として委員会を設置し、定められた方針に従い、主として監督を行う

② メンバー構成の在り方

- ・社外取締役は必要か
- ・委員長は社内か社外か

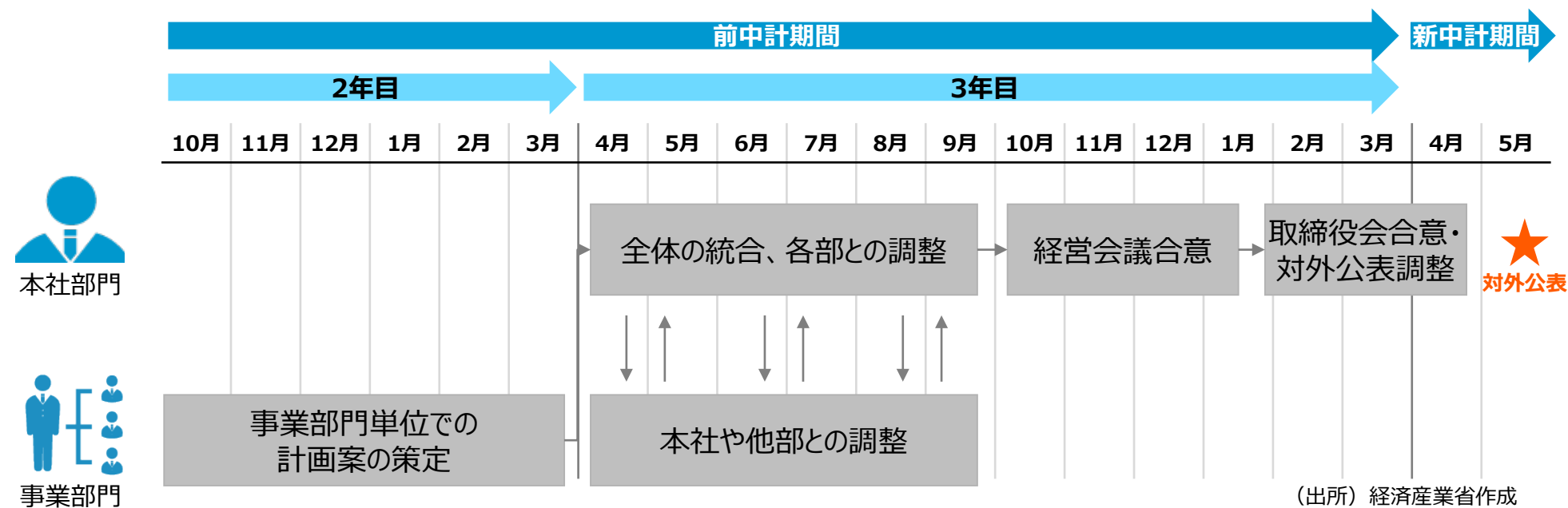
③ 外部有識者・ステークホルダーの知見

- ・外部有識者等の助言を得られる委員会や集まりを設ける必要があるか
- ・設置する場合、位置づけをどうするか

経営戦略の策定に関する変化

- 日本の大企業における中期経営計画は、事業部が各事業部門単位の計画案を策定した上で、本社部門が取りまとめや調整を行い、策定される例が多いが、近年は頻度、策定プロセス、位置づけを変化させている企業もみられる。

典型的な日本の大企業の中期経営計画の策定プロセスの例

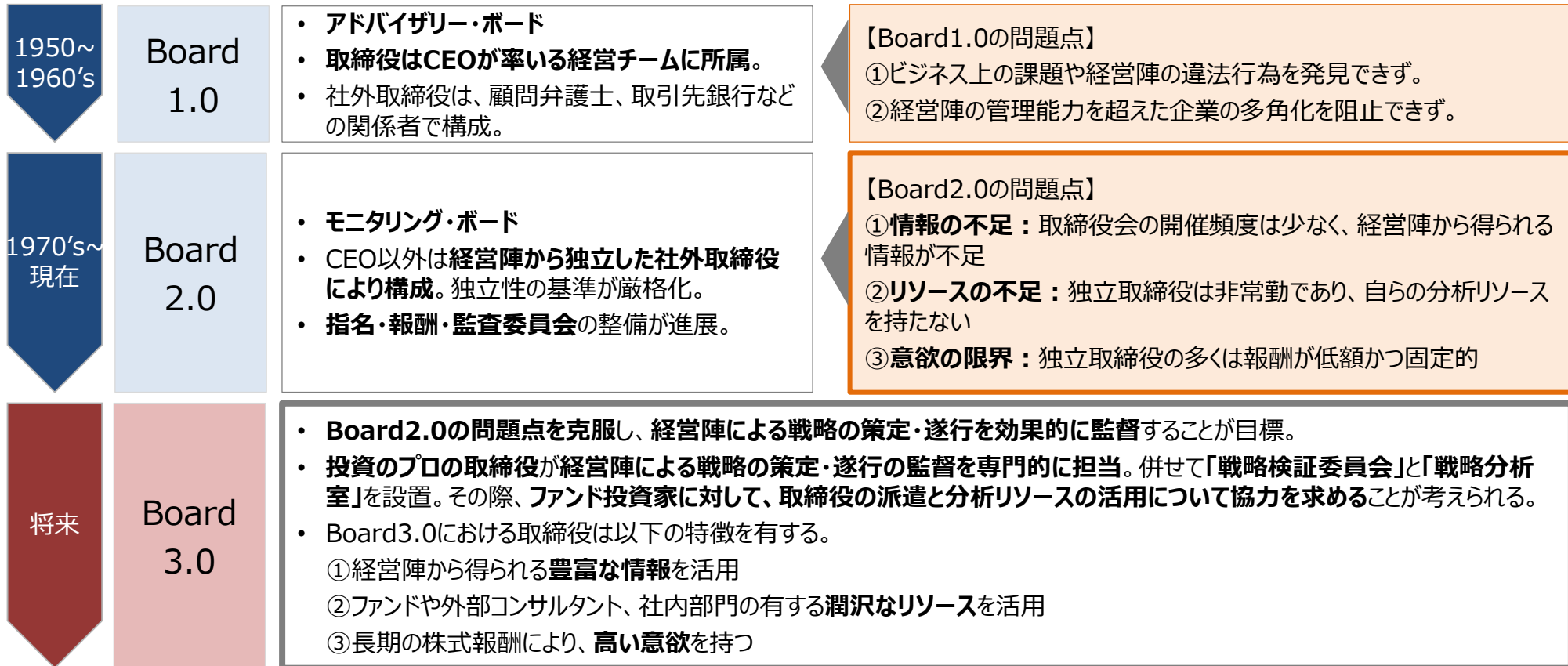


近年の変化として指摘されている点

- 頻度： 毎年の見直しを前提とした「ローリング中計」の導入
- 策定プロセス： 策定プロセスを簡素化し、トップダウンを強化
- 内容・位置づけ： 長期ビジョンを別途策定し、中計では数値目標よりもビジョン達成のための施策を重視

米国におけるBoard3.0を巡る議論

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



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

(参考) 投資家からの取締役の受け入れ事例

- 近年、経営の知見を取り入れるために投資家から積極的に取締役を受け入れる事例が存在。利益相反、情報管理、他の投資家との間での公平性などの点で、留意すべき点はあるか。

近時の投資家からの取締役の受け入れ事例

会社名	役職	取締役が所属・関係している投資家	就任日	選任理由
オリンパス	社外取締役	Value Act	2019.6	グローバルな資本市場やヘルスケア業界における知見をもってグローバル企業の変革を支援した実績を有し、株主の声を経営に反映することで、企業価値向上に貢献すると判断
JSR	社外取締役	Value Act	2021.6	グローバルに経営管理、事業変革、拡大等に携わってきた豊富な経験、国際的な視野、社外の視点を、取締役会での重要な意思決定および職務執行の監督ならびにコーポレート・ガバナンスの強化に活かし、経営判断の合理性、経営の透明性、健全性の確保を通じて企業価値の継続的向上に貢献することを期待
東芝	社外取締役	Farallon Capital Management	2019.6	投資ファンドにおける経験から事業ポートフォリオ、事業再構築、M&A、資本市場や資本配分の専門性を取締役会にもたらすことができ、基本戦略の審議に有益な貢献と経営に対する適切な監督が期待される
川崎汽船	社外取締役	Effissimo	2019.6	企業価値向上の取り組みに関する豊富な経験と高い見識を有しており、株主の視点から経営及び業務遂行に対する適切な助言・監督を行うことにより、中長期的に企業価値を向上させ、一般株主を含めた全てのステークホルダーの期待に応えることができるものと判断
富士通	社外取締役	いちごアセットマネジメント	2020.6	機関投資家として投資先企業との対話を行ってきた経験を持ち、株主・投資家の立場からの監督と助言が期待できる
丸井グループ	社外取締役	みさき投資	2021.6	経営コンサルティング会社および投資運用会社における豊富な経験で培った資本市場を意識した企業経営に関する高い知見を有しており、社外取締役として独立した客観的な立場で経営全般の監督機能に貢献できると判断

※各社公表資料、報道等をもとに作成。既に当該投資家による投資が終了している事例も含む。