



日本金融監査協会

日本のコーポレートガバナンス 現状評価と今後の課題

ボードアドバイザーズ 佃 秀昭

2022年11月17日

本資料は機密性の高い情報や第三者の権利に関連する情報を含んでおり、開示は貴社内限定され、また、使用目的もご依頼の際に合意した目的に限定されます。外部への開示や、目的外の使用を検討される場合は、事前に当社にご相談の上、書面の同意を取得していただくようお願い致します。

自己紹介



佃 秀昭
株式会社 ボードアドバイザーズ
代表取締役社長



日本企業の取締役会と経営者をクライアントに、企業統治改革と経営改革を通じて企業価値向上を支援。取締役会実効性評価、指名委員会の機能強化、社長・CEO後継者計画、経営人材の評価・育成（役員層のコーチング・次世代経営者育成の経営塾）、社外取締役招聘、企業価値向上の実行支援等に従事。

1986年三和銀行（現三菱UFJ銀行）に入行。国内営業店、国際部門、人事部に所属。1999年よりマクラガン・パートナーズにて人事コンサルティングに従事したのち、2000年から2019年1月までスイス本社のエゴンゼンダーにて、日本法人社長、グローバル経営会議メンバーを歴任。2018年9月から12月まで産業革新投資機構専務取締役COOを兼任。2019年3月株式会社企業統治推進機構（現 ボードアドバイザーズ）の事業開始。

株式会社カチタス独立社外取締役。金融審議会「市場ワーキング・グループ」委員、経済産業省「事業再編研究会」委員を歴任。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」および金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」メンバー（現任）。

1986年 東京大学法学部卒業

1991年 マサチューセッツ工科大学スローン経営大学院卒業

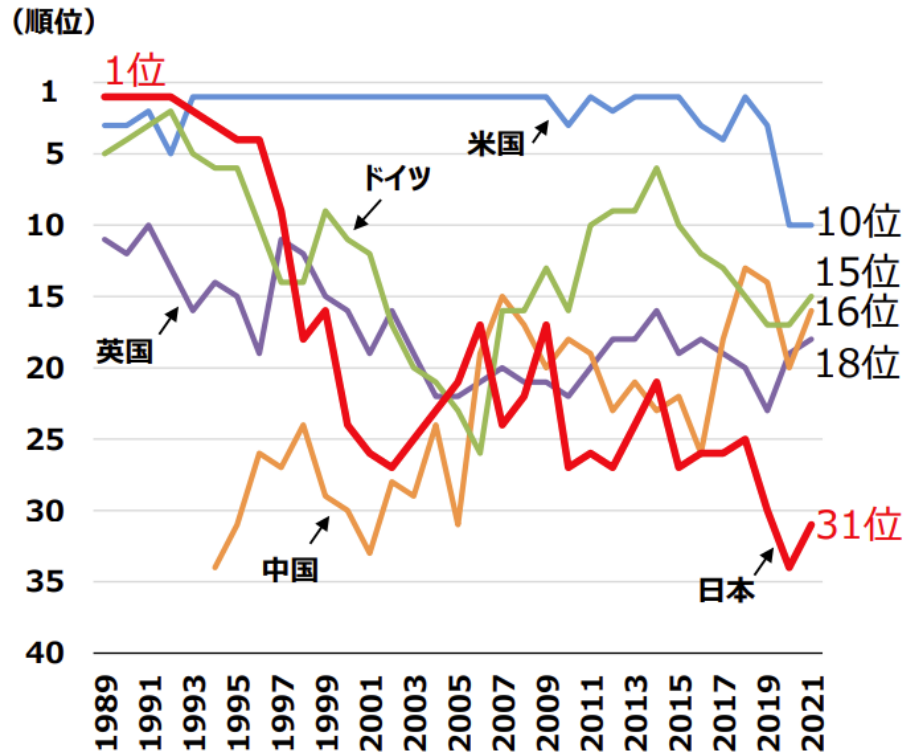
1. 日本を取り巻く状況

2. ガバナンス改革総括

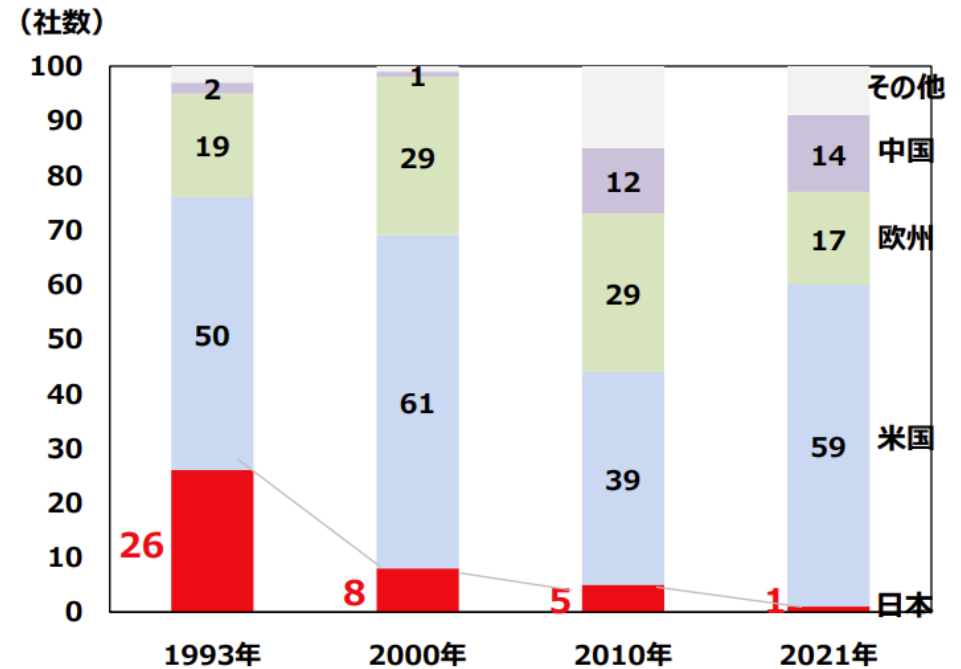
3. 今後の主な課題

日本の国際競争力と時価総額は低迷

世界競争力ランキングの推移



世界の時価総額上位100社企業の構成

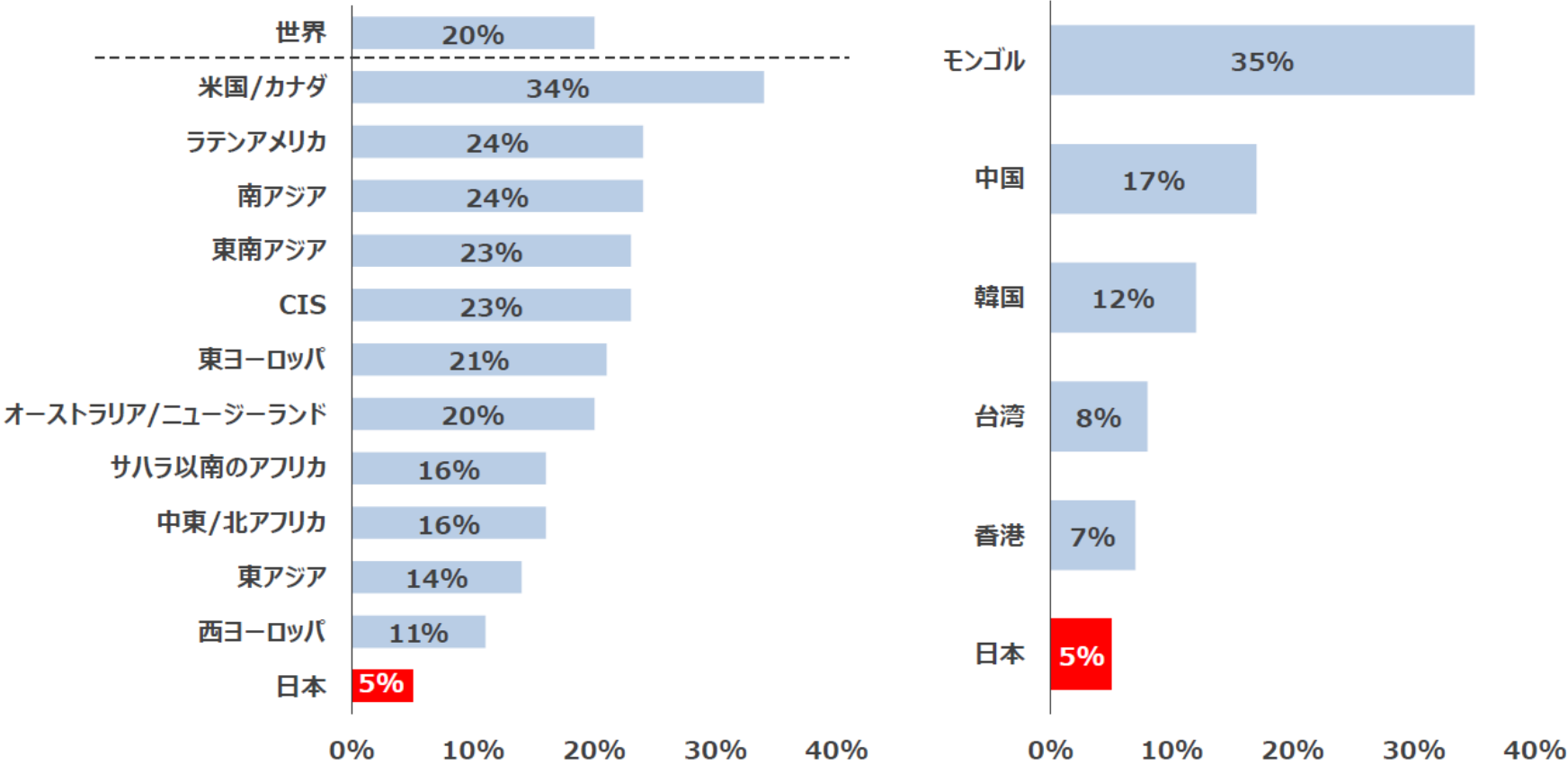


(注) 時価総額はそれぞれ2021年7月1日時点。日本企業は、2000年では、NTTドコモ、NTT、トヨタ自動車、ソニー、セブンイレブン、富士通、武田製薬、三菱UFJ銀行の8社。2010年では、トヨタ自動車、NTTドコモ、三菱UFJ銀行、NTT、本田技研工業の5社。2021年では、トヨタ自動車の1社のみ。
 (出所) Bloombergを基に作成。

出所: 経済産業省CGS研究会資料(2021年11月16日)

日本企業の従業員エンゲージメントは最低水準

従業員エンゲージメントの国際比較（左：世界全体 右：東アジア）



(注) 「エンゲージメント」は、人事領域においては、「個人と組織の成長の方向性が連動していて、互いに貢献し合える関係」といった意味で用いられる。
(出所) GALLUP “State of the Global Workplace 2021”を基に経済産業省が作成。

出所：経済産業省「未来人材ビジョン」33頁(2022年5月31日)

日本の部長は昇進が遅く給料も少ない

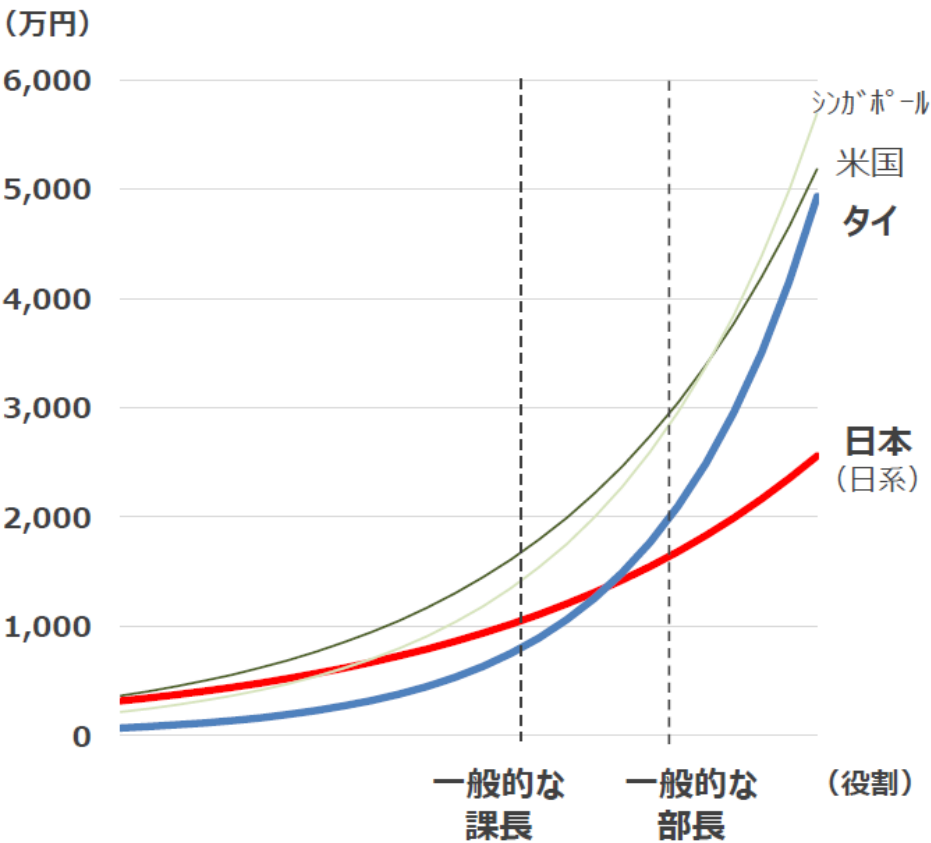
課長・部長への昇進年齢

	課長	部長
中国	28.5歳	29.8歳
インド	29.2歳	29.8歳
タイ	30.0歳	32.0歳
米国	34.6歳	37.2歳
日本	38.6歳	44.0歳

(注) 調査対象は、従業員100名以上の企業に勤める勤続1年以上のマネージャー
回答者数は米国295名、インド250名、中国308名、タイ271名、日本429名
実施時期は2014年10月

(出所) リクルートワークス研究所「5ヶ国マネージャー調査」を基に経済産業省が作成。

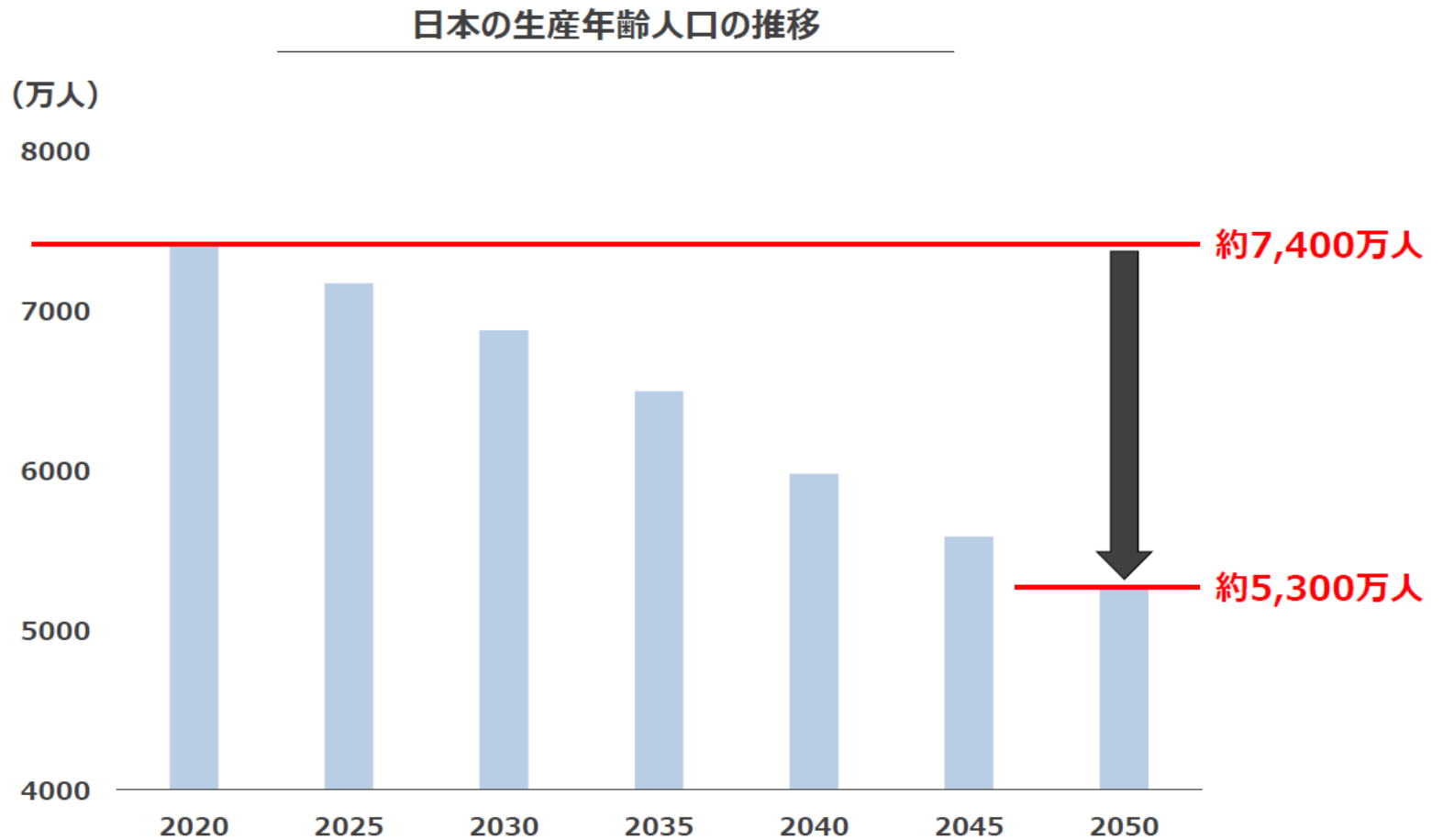
海外諸国との年収比較



(出所) Mercer “Total Remuneration Survey (2019)”を基に経済産業省が作成。

出所: 経済産業省「未来人材ビジョン」36頁(2022年5月31日)

日本の生産年齢人口は2050年に25%減る



(出所) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（平成29年推計）」の出生中位(死亡中位)推計を基に経済産業省が作成。

出所: 経済産業省「未来人材ビジョン」9頁(2022年5月31日)

1. 日本を取り巻く状況

2. ガバナンス改革総括

3. 今後の主な課題

政府主導で多くのコード/ガイドラインが整備されてきた

参考 近時のコーポレートガバナンス改革 制度等の変遷

2014年

- 2月 日本版スチュワードシップコード公表(金融庁/企業との対話を通じて中長期的な成長を促す為の機関投資家に求められる行動原則)
- 6月 政府・成長戦略に「企業の稼ぐ力」の為にコーポレートガバナンス強化が明記される
- 6月 社外役員等に関するガイドライン(経済産業省)
- 8月 伊藤レポート公表(経済産業省)

2015年

- 5月1日 改正会社法 施行
- 6月1日 コーポレートガバナンス・コード適用開始(東京証券取引所)
- 7月 コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会 報告書(経済産業省)

2017年

- 3月 CGS(コーポレートガバナンス・システム)研究会報告書―実効的なガバナンス体制の構築・運用の手引(CGSレポート)(経済産業省)
- 10月 伊藤レポート2.0 公表(経済産業省)

2018年

- 6月 投資家と企業の対話ガイドライン 公表(金融庁)
- 6月 コーポレートガバナンス改訂(東京証券取引所)
- 9月 CGSガイドライン改訂版 公表(経済産業省)

2019年

- 1月 改正開示府令が公布。4月より一部適用が始まる。(金融庁)
- 6月 グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針の公表(第2期、CGS研究会、経済産業省)

2020年

- 3月 スチュワードシップ・コード 再改定版 公表(金融庁)
- 7月 事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて(経済産業省)
- 7月 社外取締役の在り方に関する実務指針の策定(経済産業省)

2021年

- 3月 改正会社法 施行(株主総会資料の電子提供制度に関する改正規定を除く)
- 6月 コーポレートガバナンス・コード 再改訂 (東京証券取引所)
- 6月 投資家と企業の対話ガイドライン 改訂 (金融庁)

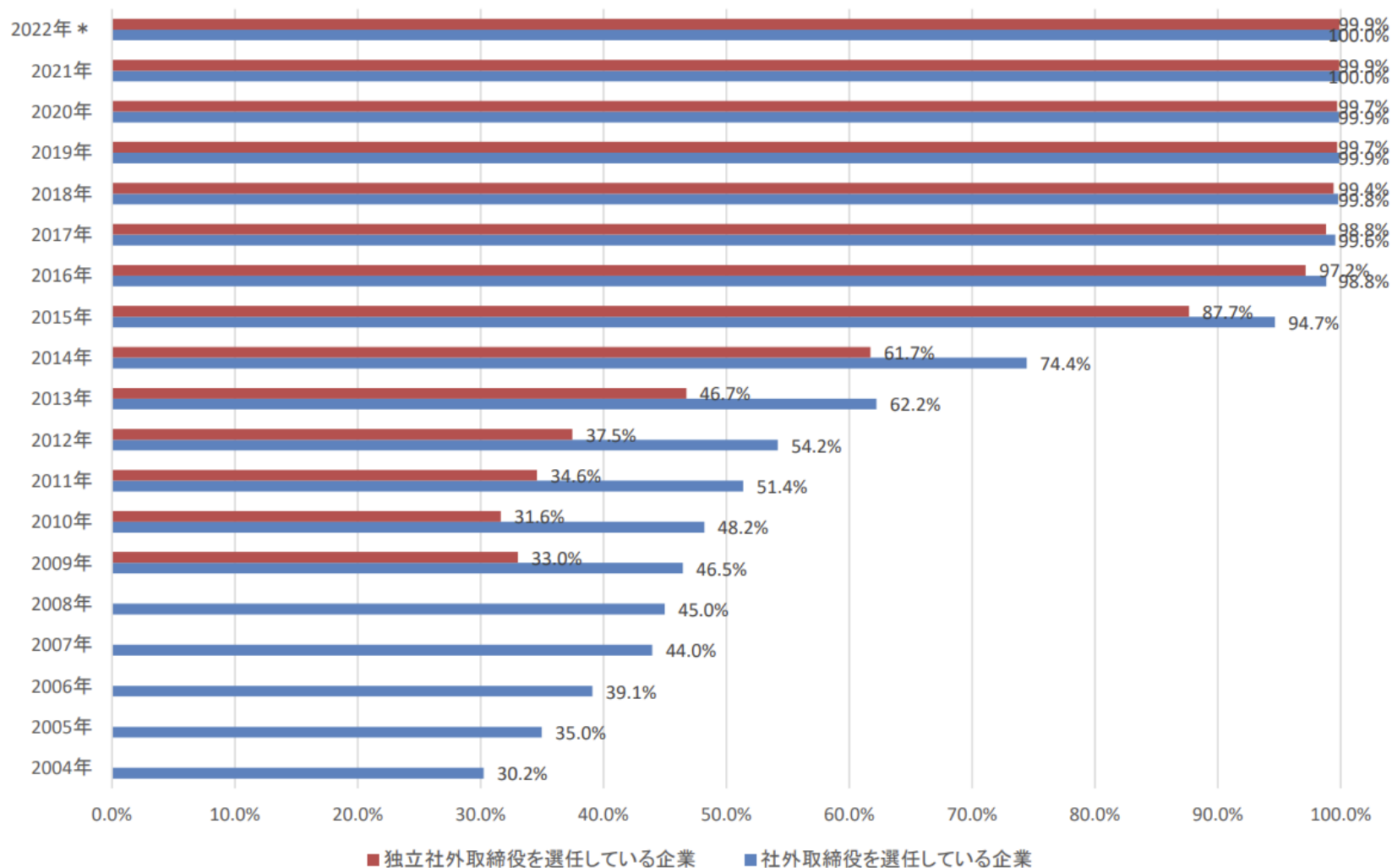
2022年

- 4月 東京証券取引所 3つの新しい市場区分(プライム、スタンダード、グロース)に再編。
- 7月 CGSガイドライン 再改訂版(別冊 指名委員会・報酬委員会及び後継者計画活用に関する指針を含む)(第3期、CGS研究会、経済産業省)

出所: 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」9頁(2022年8月1日)

独立社外取締役の選任は新しい常識になった

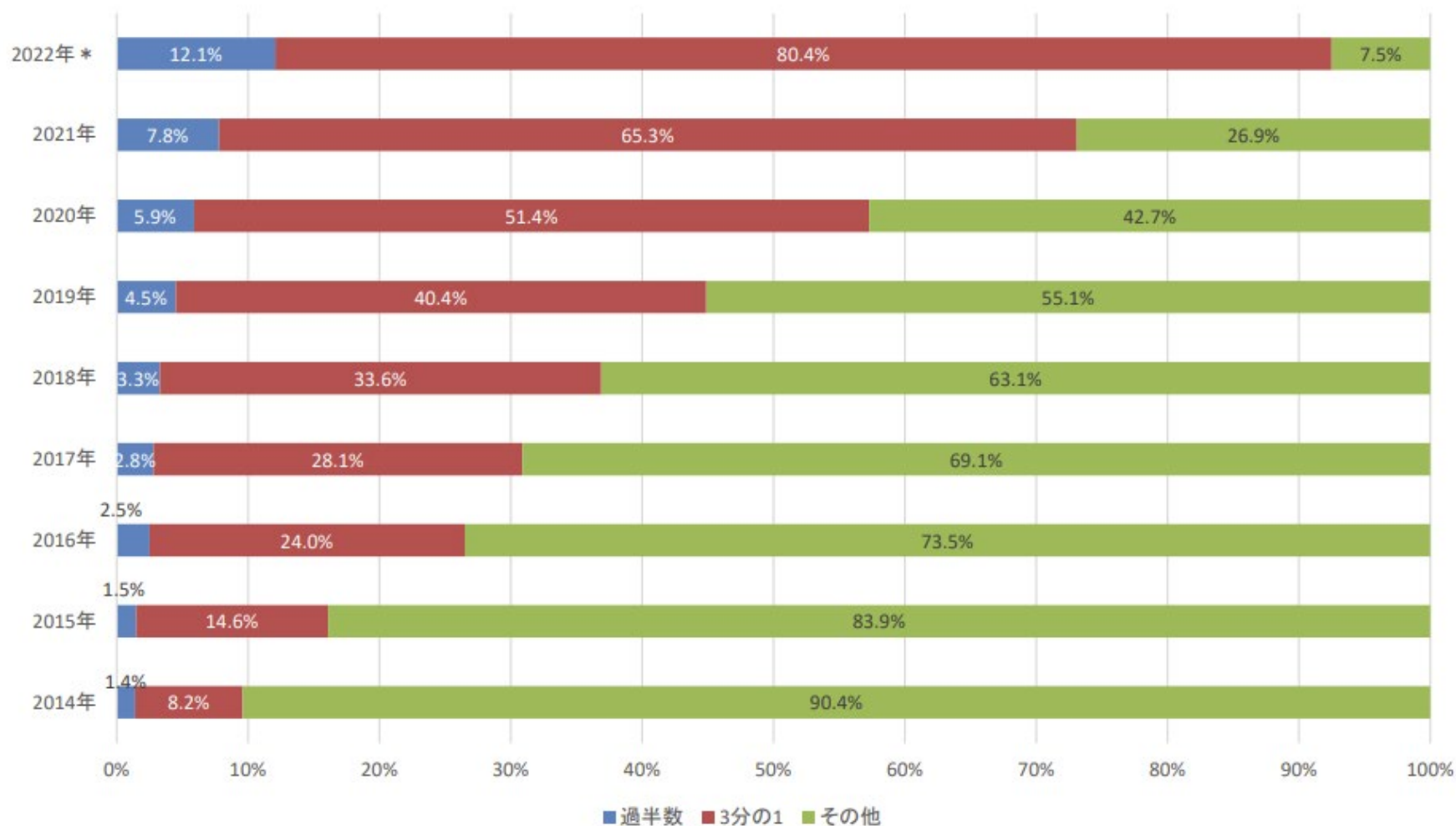
社外取締役/独立社外取締役選任企業の比率(東証1部/東証プライム*)



出所: 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」3頁(2022年8月1日)

独立社外取締役の比率は増加、社外目線の取入れが進む

取締役会に占める独立社外取締役の比率（東証1部／東証プライム＊）

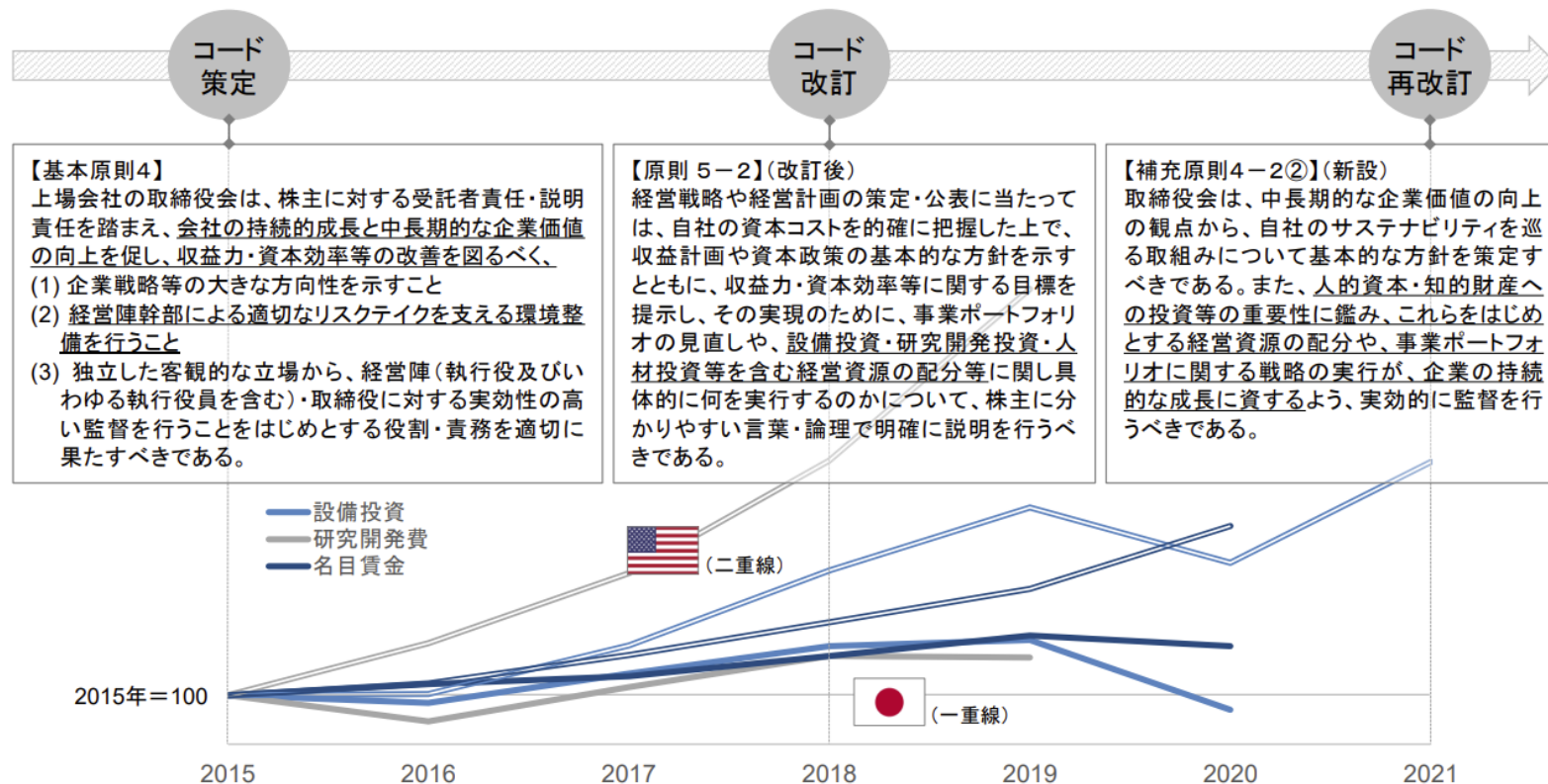


出所：日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」4頁（2022年8月1日）

ガバナンス改革が企業価値の向上に結び付いたとはまだ言えない

コーポレートガバナンス改革と企業の成長投資の推移

- コーポレートガバナンス改革は、中長期的な企業価値の向上に向けて、経営陣の果敢なリスクテイクを支えることを狙いとしてきたが、日本企業の成長投資（設備投資、研究開発・知財投資、人的投資等）は、コーポレートガバナンス・コード策定以降、小幅な伸びに留まっている。



（出所）内閣府「国民経済計算」、OECD Statistics、Bureau of Economic Analysis より金融庁作成。日米ともに暦年ベース

- 23 -

出所：金融庁「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27回、2022年5月16日開催）事務局説明資料」

低PBRの企業が市場の約半数を占める状況

フォローアップ会議における主な発言

川北 英隆 氏
(京都大学 名誉教授)

PBR1倍割れの企業が依然として多いことが問題だと考えます。市場第一部、プライム市場の半数程度がずっと1倍割れです。そういう企業というのは、要は、投資家が評価をしていない可能性が高いということです。この観点から言いますと、2つのコードができて以降、コードの実質的効果というのは、まだまだ発揮できていない。さらにコードの効果を高めていく必要があるということを示唆しているのだと思います。

小口 俊郎 氏
(ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン)

先ほど御指摘あったとおり約半分が、46.9%という数字が出ておりましたけれども、PBR1倍割れ、要するに解散価値割れの状況にあったということです。投資家の立場からすると、資本コストを中長期的に上回る投資があれば投資していただいて、なければ市場に還元していただくことで、このPBR1倍割れ、いわゆる解散価値割れというのは通常は回避されるものなので、元をただせば、資本コストの意識が欠如していることがなせるわざじゃないかというふうに理解しております。…(略)…PBR1倍割れということに対して、危機感がない、危機感が醸成されていないという現状を懸念しております。

出所:金融庁「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27回、2022年5月16日開催)議事録」より、発表者編集

PBRの日米比較

	日本 (TOPIX)	米国 (S&P500)
PBR平均値	1.10倍	3.75倍
PBR1倍割れの企業の割合	52.4%	3.0%

出所:川北英隆「日本のバリュー株に「本当の値打ちがある」のか」(2022年6月3日)を基に発表者作成

ガバナンス改革 総括(7年を経て)

ガバナンス改革は終わりのない旅、粘り強く改革を続けるべき

改革は一定の成果あり

- 経営を支える「ガバナンス」「外部視点」の重要性を日本企業に喚起
- 経営陣の質が高い企業は「企業価値向上の為の改革」に成功

企業価値向上は経営者次第

- 取締役会改革により「執行の抜本的強化が残された課題」とする企業も
- 企業価値向上は「経営者次第」、独立社外取締役への過度な期待は禁物

“形式から実質へ”は途上

- ガバナンス改革≡CGコードへの対応に終始した企業も多い
- CGコード細則化は弊害も。企業側に「やらされ感」「徒労感」も

“建設的な対話”も途上

- 機関投資家と企業とのエンゲージメントは、“コスト>リターン”との印象
- 機関投資家の議決権行使も、形式的との批判があり、抜本的対応が必要

築城十年落城一日

- ガバナンスを担うのは人。高度化したガバナンスを維持・向上させるのも人
- 後継者(社長・取締役会議長)が取締役会機能を弱体化させる例も

1. 日本を取り巻く状況

2. ガバナンス改革総括

3. 今後の主な課題

- ① 形式から実質へ
- ② 議決権行使の実質化
- ③ 強靱な経営陣の必要性

コーポレート・ガバナンス・コードの細分化

2度の改訂を経て、83の原則がコードに規定されるとともに、スキル・マトリックスの整備、サステナビリティへの取組み、中核人材の多様性確保など規定の粒度は細分化する傾向

2021年改訂コーポレートガバナンスコードの全体像

5つの基本原則	株主の権利・ 平等性の確保	株主以外の ステークホルダー との適切な協働	適切な情報開示 と透明性の確保	取締役会等 の責務	株主との対話
31の原則	7個	6個 (+1)	2個	14個	2個
47の補充原則	11個 (+2)	4個 (+1)	5個 (+1)	23個 (+4)	4個 (+1)

括弧内の数字は2015年のコード策定当初からの増加数。

コンプライ率が高いことの評価

全原則のコンプライ状況（2022年7月14日時点）



原則	コンプライ率（※1）			
	プライム市場	（参考） 2021年12月比	スタンダード市場	（参考） 2021年12月比
基本原則1	100.00%	±0.00pt	100.00%	+0.07pt
1-1	99.95%	-0.05pt	99.93%	-0.07pt
1-1①	99.78%	-0.05pt	99.38%	+0.06pt
1-1②	99.95%	-0.00pt	99.86%	+0.07pt
1-1③	99.95%	-0.00pt	100.00%	±0.00pt
1-2	100.00%	+0.11pt	99.52%	+0.13pt
1-2①	99.95%	+0.05pt	99.79%	+0.07pt
1-2②	99.29%	+0.33pt	92.51%	+2.34pt
1-2③	99.56%	-0.00pt	97.80%	+0.31pt
1-2④【改訂】	84.05%	+14.08pt	15.73%	+0.07pt
1-2⑤	97.66%	+0.33pt	90.11%	-0.06pt
1-3	99.29%	+0.11pt	94.44%	-0.00pt
1-4	95.05%	+0.92pt	90.38%	+0.69pt
1-4①	99.67%	-0.00pt	99.93%	-0.00pt
1-4②	99.95%	-0.05pt	99.86%	-0.00pt
1-5	100.00%	±0.00pt	99.79%	-0.14pt
1-5①	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt
1-6	100.00%	±0.00pt	99.93%	-0.00pt
1-7	100.00%	±0.00pt	99.79%	+0.07pt
基本原則2	99.89%	+0.05pt	100.00%	±0.00pt
2-1	100.00%	±0.00pt	99.86%	-0.00pt
2-2	99.95%	-0.05pt	99.38%	-0.08pt
2-2①	99.67%	+0.16pt	96.70%	+0.30pt
2-3	99.35%	+0.22pt	97.39%	-0.30pt
2-3①【改訂】	95.75%	+1.90pt	94.02%	+0.67pt
2-4	99.67%	-0.16pt	98.97%	-0.08pt
2-4①【新設】	72.95%	+2.92pt	41.55%	-1.84pt
2-5	99.95%	-0.00pt	99.38%	+0.06pt
2-5①	99.24%	+0.22pt	94.44%	+0.61pt
2-6	98.20%	+0.27pt	96.15%	-0.25pt
基本原則3	99.95%	+0.05pt	99.93%	-0.00pt
3-1	97.55%	+0.60pt	89.22%	+1.56pt
3-1①	99.73%	-0.00pt	99.66%	+0.06pt
3-1②【改訂】	90.80%	+5.44pt	35.37%	+0.12pt
3-1③【新設】	62.55%	-4.16pt	59.41%	+0.83pt
3-2	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt
3-2①	99.62%	+0.27pt	96.84%	+0.16pt
3-2②	99.78%	-0.00pt	99.93%	+0.07pt

（※1）コードは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しており、各社の個別事情に照らして実施することが適切では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（エクスプレイン）することにより、一部の原則を実施しないことを想定しており、フォローアップ会議の意見書では「形だけコンプライするよりも、コンプライしていない理由を積極的にエクスプレインする方が、評価に値するケースも少なくない」と指摘されていることに留意が必要

原則	コンプライ率（※1）			
	プライム市場	（参考） 2021年12月比	スタンダード市場	（参考） 2021年12月比
基本原則4	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt
4-1	100.00%	+0.05pt	99.73%	-0.07pt
4-1①	99.84%	+0.11pt	99.38%	-0.01pt
4-1②	95.97%	+4.95pt	79.88%	+12.15pt
4-1③	80.08%	+1.68pt	51.10%	+0.52pt
4-2	96.90%	+0.43pt	82.90%	-0.29pt
4-2①	89.38%	+2.82pt	58.38%	+1.84pt
4-2②【新設】	86.45%	+6.20pt	67.24%	+3.51pt
4-3	99.73%	-0.00pt	98.76%	-0.29pt
4-3①	99.18%	+0.22pt	94.64%	+0.13pt
4-3②	94.12%	+1.47pt	80.56%	+0.56pt
4-3③	92.05%	+1.08pt	75.34%	+0.56pt
4-3④【改訂】	99.67%	+0.27pt	99.73%	+0.06pt
4-4【改訂】	100.00%	±0.00pt	99.93%	-0.00pt
4-4①	99.84%	+0.05pt	99.52%	-0.07pt
4-5	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt
4-6	99.95%	-0.00pt	99.24%	+0.13pt
4-7	99.95%	+0.05pt	98.08%	+0.45pt
4-8【改訂】	93.90%	+1.57pt	77.82%	+3.92pt
4-8①	96.62%	+0.32pt	83.93%	+0.67pt
4-8②	95.32%	+0.49pt	79.05%	+0.34pt
4-8③【※2】【新設】	76.83%	+3.46pt	71.48%	+7.69pt
4-9	98.64%	+0.11pt	94.37%	+0.40pt
4-10	97.88%	+0.49pt	89.77%	+0.00pt
4-10①【改訂】	82.58%	+4.83pt	41.28%	+2.43pt
4-11【改訂】	86.77%	+5.38pt	60.10%	+1.52pt
4-11①【改訂】	89.66%	+16.59pt	63.74%	+11.40pt
4-11②	99.95%	+0.05pt	99.93%	+0.07pt
4-11③	91.78%	+1.85pt	58.04%	+1.97pt
4-12	100.00%	±0.00pt	100.00%	+0.07pt
4-12①	99.89%	+0.05pt	98.90%	+0.05pt
4-13	99.95%	+0.05pt	99.73%	-0.07pt
4-13①	100.00%	±0.00pt	100.00%	+0.07pt
4-13②	100.00%	±0.00pt	100.00%	±0.00pt
4-13③【改訂】	99.67%	+0.38pt	99.04%	+0.33pt
4-14	99.56%	+0.05pt	97.12%	-0.04pt
4-14①	99.89%	+0.05pt	97.80%	+0.11pt
4-14②	99.18%	+0.11pt	92.24%	-0.10pt
基本原則5	99.95%	-0.05pt	99.86%	-0.00pt
5-1	99.78%	+0.16pt	97.39%	-0.24pt
5-1①【改訂】	99.29%	+0.11pt	98.90%	-0.15pt
5-1②	99.84%	+0.16pt	97.18%	+0.10pt
5-1③	99.95%	-0.00pt	99.99%	+0.06pt
5-2	90.53%	+2.82pt	61.95%	+2.02pt
5-2①【新設】	88.79%	+5.00pt	64.01%	+1.16pt

（※2）補充原則4-8③のコンプライ率は、支配株主を有する上場会社を分母として算出

取締役会実効性評価結果の開示の課題

「取締役会の実効性は概ね確保されている」は本当か？

企業業績

- PBR1.0 未満の上場企業が全体の5割以上
- ROEはいったん上昇したものの足元は低下傾向

企業統治

- 東証一部の独立社外取締役比率は26.8%
- 東証一部で取締役会議長の75%以上は社長

(出所: 東証コーポレートガバナンス白書2019)



開示インセンティブ

開示ルール

日本的文化



(前略) **その結果、当社の取締役会の実効性は概ね確保されていることが確認されました。**なお、中長期の経営戦略については、十分な議論が必要との指摘がありました。今後は取締役会の実効性向上の観点から、中長期の戦略的な議論を増やしてまいります。

(各社CG報告書より筆者が作成)

取締役会実効性評価結果の開示例(1/2)

自社評価か、第三者評価か、判断が難しいケースも存在

A社(東証一部上場企業) CG報告書

(補充原則4-11-3 取締役会評価結果の概要)

当社の取締役会は、その実効性を担保するために、必要に応じて外部専門家の支援を受けながら、取締役会の運営状況等に関する分析・評価を行い、その結果の概要を開示することにしております。2019年度の結果の概要は以下のとおりです。

(1) 評価の実施方法

対象者: 取締役、監査役(計15名)

時期 : 2020年1月から2月

手法 : 外部専門家に委託してアンケートを実施する第三者関与の自己評価方式

B社(東証一部上場企業) CG報告書

IV. 分析・評価方法

当社の取締役及び監査役は、2019年度における取締役会の実効性を評価するため、2019年12月から2020年1月にかけて、取締役会事務局が第三者の意見を受けて作成し、取締役会が承認した実効性評価アンケートにより、各自評価を行いました。

また、評価の深掘りを主な目的として、第三者により2019年12月に全社外取締役に対するインタビューを実施し、また、第三者よりアンケート結果の解析支援、ベンチマーク指標の提供等を受けました。

当社取締役会は、上記のアンケートによる評価結果の取りまとめ及び第三者の支援を得た事務局による取りまとめに基づき、2020年3月の取締役会において複数回の議論を行い、評価を決定しました。

取締役会実効性評価結果の開示例(2/2)

第三者評価機関の名前も含めて、かなり詳細に評価結果を開示する企業も存在

丸井グループ プレスリリース 2022/6/14

2. 評価方法

2021 年度における取締役会の実効性評価の具体的な評価方法は以下のとおりです。**株式会社ボードアドバイザーズ**により、これまでの取締役会実効性評価の実施経験と企業統治にかかわる専門的知見に基づき評価をいただきました。

- (1)全取締役・監査役を対象としたアンケート調査 (2)全取締役・監査役を対象とした第三者機関によるインタビュー(1人あたり約1時間)
(3)取締役会事務局との面談 (4)取締役会資料及び議事録の閲覧 (5)各諮問委員会議事録の閲覧

三菱電機 CG報告書 2022/10/20

【補充原則4-11-3. 取締役会の実効性についての分析・評価】

当社は、取締役会の実効性について改善すべき点がないか確認を行うため、2022年7月から9月にかけて第三者機関**(株式会社ボードアドバイザーズ)**に当社取締役会の実効性の評価を依頼し、評価結果と共に、改善すべき課題についての対応策の提言を受けました。第三者機関による評価方法・プロセスの概要は以下のとおりです。(中略)

第三者機関による取締役会の実効性評価結果の概要は次のとおりです。

- ・ 昨年の取締役会実効性の検証にて指摘された諸課題の解決に努めており、取締役会の実効性に関しては、以下のとおり一定の改善が確認できた。
 - 「独立社外取締役を取締役の過半数とし、取締役会の監督機能を強化」
 - 「製造業の経営経験者2名を新たに選任し、取締役会の構成を改善」
 - 「新議長の適切なアジェンダ設定と議事進行により、取締役会の議論は充実」
 - 「資料の事前送付や情報提供など、取締役会の運営には一定の改善」
- ・ 今後、更なる実効性向上のためには、以下の4つの課題への対応が期待される。
 - 「モニタリングの高度化」
 - 「取締役会議案と議論の充実」
 - 「取締役会事務局機能の更なる強化」
 - 「指名委員会の機能強化」

当社取締役会はこうした評価結果及びガバナンスレビュー委員会(「Ⅱ2. 業務執行、監査・監督、指名、報酬決定等の機能に係る事項(現状のコーポレート・ガバナンス体制の概要)」の【監査委員会監査及び内部監査の状況】エ. 監査委員会における検討事項」ご参照)の提言を踏まえ、重点テーマの設定をはじめとした「取締役会運営の改善」に重点的に取り組み、社外視点での経営モニタリング機能をさらに強化してまいります。

三菱ケミカルGの取締役会実効性評価開示の変遷

	評価者	評価手法	評価結果の概要
FY 19	某信託銀行	アンケート	アンケートの結果、肯定的な評価が過半を占めている。 取締役会の 実効性は概ね確保 できている。
FY 20	弊社	アンケート＋インタビュー	i) 取締役会の実効性は、指名委員会等設置会社の機関設計を採用する等、形式面では確保されているものの、実質面では幾つかの重要な課題が存在することが明らかになった。 ➢ 多数の取締役から、持株会社取締役会としての実効性が十分確保されていない状況が指摘され、取締役会の役割を明確化の上、アジェンダを見直す必要性が指摘された。 ii) 昨年度指摘事項への対応は、改善した項目がある一方で、持株会社の役割議論・取締役会資料の事前送付などにつき、社外取締役から厳しい指摘がなされ、課題への対応が未だ十分ではないものがあることが判明した。
FY 21	弊社	アンケート＋インタビュー	全社変革が進む中、当社取締役会の実効性は運営面を中心に改善したが、一層の実効性向上のためには、指名委員会等設置会社としての当社取締役会の役割につき、取締役間の認識共有が必要である。 i) 今年度、当社取締役会は、運営面を改善し、変革のための諸施策を中心に審議した。 ➢ 資料の事前送付、取締役連絡会、メリハリある議事進行など、取締役会運営を改善した。 ➢ 新経営方針の策定、One Company 制への移行等を監督した。 ii) 当社取締役会は執行の監督を行うモニタリングボードである、との共通理解はあるが、その役割の認識共有が必要である。 ➢ 具体的な「監督」のあり方についての認識が取締役間で差があり、議論は各自の関心に基づく意見表明に留まる。 ➢ 中長期の成長戦略の議論を含め、案件に対し細かい指摘も多く、大局的な議論に発展しないケースがあり、取締役会のアジェンダ設定のさらなる検討が必要である。

出所： 三菱ケミカルグループの2020年度、2021年度、2022年度それぞれの統合報告書より抜粋。赤字強調等は発表者によるもの。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」が真に理解されたとはまだ言い難い

大場 昭義 氏

(日本投資顧問業協会 会長)

何かコンプライしないといけないうと、こういう風潮が出来上がってしまっているのではないかと思います。コンプライ率がどの程度なのかという事実を開示することは大変重要だと思うのですが、**コンプライ率が上がると改善しているというような評価が示されていることが、プレッシャーを与えている**のではないかと思います。そもそも、コードは原則主義が前提でありますので、その原則を踏まえて各社が独自で自分なりに考えて表明するという原則に立ち返るのが望ましいのではないかと思いますので、コードのコンプライをすることが望ましいという風潮を払拭していくことが大変重要ではないかと思います。

上田 亮子 氏

(日本投資環境研究所 主任研究員)

ただ、実効性を見ると、ここは相当二極化していると感じます。これは次の課題にも関係するのですが、つまり、**本気で改善をしよう、何か変えよう、変えなければいけないという思いの会社と、コードができたのでコンプライしなければいけないんだという消極的なコンプライアンス的対応となされておられる会社、そこは二極化している**と感じております。重要なのは、プリンシプルベースである、コードは法律ではなくて、ただ、枠組みは守りつつも、その実質のところというのは自分で考えて、何が実質かについても含めて考えていってほしいという点です。コードは遵守が目的ではなく、改善が目的であるということについては、認知をさらに一層していかなければいけないのかなと思いました。

小口 俊郎 氏

(ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン)

実は、このフォローアップ会議ができて、初めて意見書を出したのが2015年ですけれども、当時から、意見書の中で、**形だけコンプライするよりも、コンプライしていない理由を積極的にエクスプレインするほうが評価に値するケースも少なくないという指摘を続けてきて、エクスプレインの重要性を言ってきた**わけですが、現状は、今日も御指摘のあったとおりです。途中で、コンプライ・オア・エクスプレインではなくてコンプライ・アンド・エクスプレインと言い換えたりとか、いろいろ工夫をしてきたと思うのですが、コンプライしたほうが説明責任が軽減されるので、コンプライが先に立ってしまうところからなかなか抜け出せていません。

武井 一浩 氏

(西村あさひ法律事務所)

まず、コンプライが望ましいという形式的風潮とか、そういう御指摘が今日もいくつかございましたが、この点につきまして、**企業側だけの問題というよりは、機関投資家側の形式的な対応の問題がある**のだと思います。コンプライか否か以外に、議決権行使の文脈とかでもそうです。機関投資家側の形式的対応をどういうふうに改善するかという点に関しましては、依然としてずっと課題が残っている、それは現状も変わらない、その点についてもきちんと取り組むべきだと思っております。

出所: 金融庁「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27回、2022年5月16日開催)議事録」より、発表者編集

1. 日本を取り巻く状況

2. ガバナンス改革総括

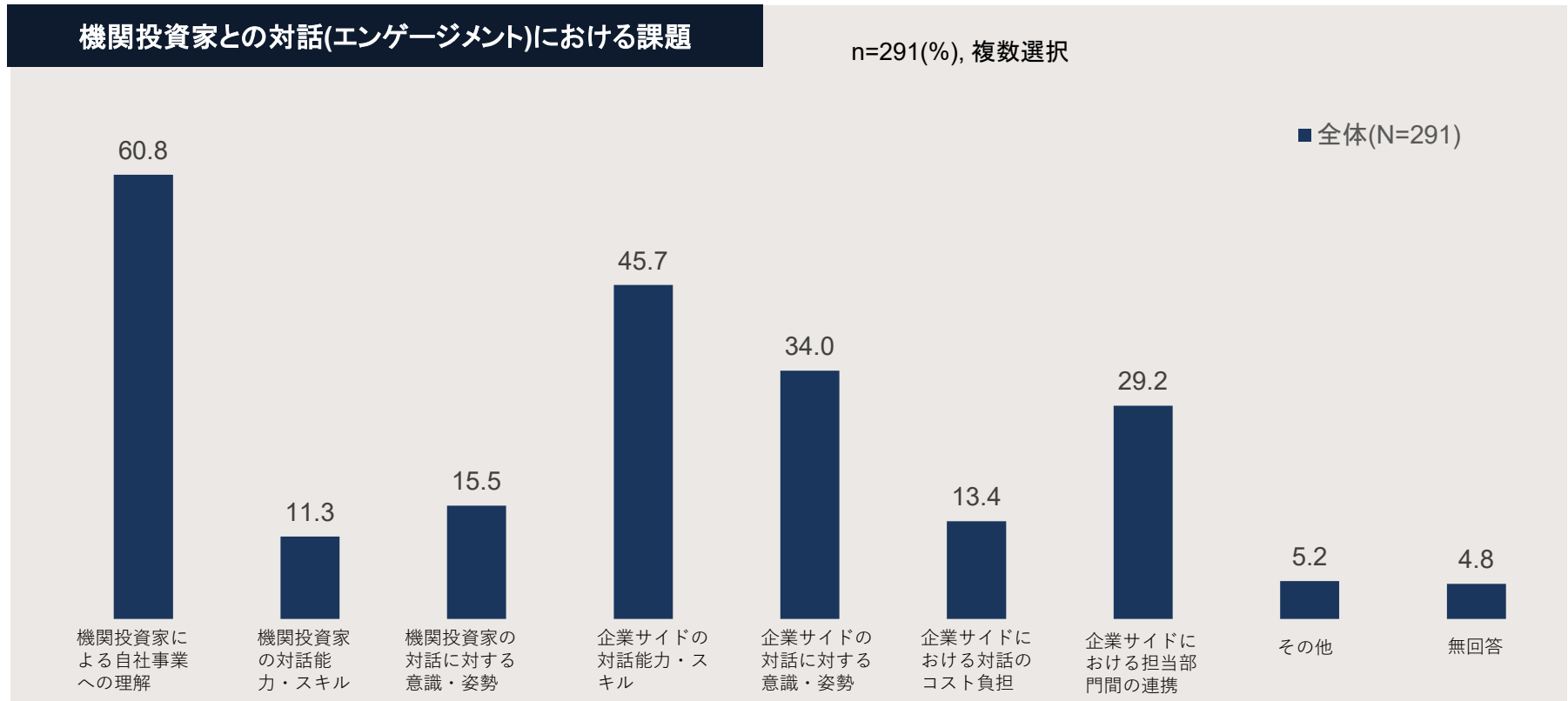
3. 今後の主な課題

- ① 形式から実質へ
- ② 議決権行使の実質化
- ③ 強靱な経営陣の必要性

企業を感じる機関投資家との対話における課題

企業サイドは機関投資家による自社事業への理解を課題として指摘している

Q. 貴社にとって、機関投資家との対話(エンゲージメント)における課題は何ですか。



出所: 企業統治推進機構『企業統治実態調査2019』より

パッシブ投資家によるエンゲージメントの課題

パッシブ投資家に「自社事業への理解」を期待することの難しさ

SSコード策定前

パッシブ機関投資家は...

<<運用の性格>>
 β を求め、 α は求めない

<<エンゲージメントへの姿勢>>
エンゲージメントはコストである

SSコード策定による
「エンゲージメントせよ」

SSコード策定後

パッシブ機関投資家は...

<<運用の性格>>
 β を求め、 α は求めない

<<エンゲージメントへの姿勢>>
各社、取組みが求められる

機関投資家によるエンゲージメントの事例

機関投資家による独立社外取締役とのエンゲージメントは増加傾向

LIXILの概要とエンゲージメント

概要

- 時価総額: 約6000億円
- 機関設計: 指名委員会等設置会社
- 取締役会構成: 11名中8名が独立社外取締役
- 社外取の属性: 日本を代表する企業や経営コンサルティング会社の元社長や元代表など

(時価総額、取締役会構成などの情報は2022年11月9日時点。)

エンゲージメント

- 米系資産運用会社より面談申し入れ
- 議長、指名・報酬両委員長が個別面談
- 議長及び両委員長が考える最優先課題が何かにつき議論

エンゲージメントの結果

日本経済新聞

米キャピタル、LIXIL株5%取得

2021/1/22 18:59 | 日本経済新聞 電子版

米運用大手キャピタル・リサーチ・アンド・マネージメントがLIXIL株を5%超取得したことが22日分かった。同日提出された大量保有報告書によると、共同保有分も含めた保有比率は15日時点で5.36%。キャピタルは企業分析に基づく投資で知られる。

取締役選任議案への反対理由

従業員レベルで女性登用に積極的に取組むが女性取締役がないことを理由に社長の選任議案に反対

<<選任議案への賛成比率>>

	賛成比率	
	2020年	2021年
新井健資 代表取締役社長	86.08%	95.96%
佃 秀昭 独立社外取締役	98.60%	99.50%

女性取締役の選任

カチタス 議決権行使結果に関する臨時報告書より作成。

<<カチタスの財務・指標情報>>

	16年3月	18年3月	20年3月	21年3月
営業利益 (百万円)	3,801	7,374	10,121	11,343
対16年 比	-	1.94	2.66	2.98

PER	25.78 倍
PBR	6.66 倍
時価総額	2,450 億円

時価総額を含む財務情報は2022年11月9日現在。

ユニバーサルオーナーシップ

従来の議論

運用形態	運用の性格	エンゲージメントの在り方
アクティブ	バリュー/グロース株への投資による α の追求	- 投資を行うか決めるにあたって、投資先候補企業のビジネスモデルと経営者を徹底的に見極める - 企業に対して、バリューアップや改革を促す提案を行うこともある
パッシブ	α は求めない (=運用コストをかけない)	エンゲージメントはコストがかかるため、積極的には行わない

ユニバーサルオーナーシップ論

「エンゲージメントはコストがかかる点に留意すべき」との議論に対して、
「パッシブ運用でのエンゲージメントも必要。 β の底上げを図ることが大事」

(金融庁 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7回、2016年4月26日開催)議事録より 岩間氏発言内容の趣旨)

1. 日本を取り巻く状況

2. ガバナンス改革総括

3. 今後の主な課題

- ① 形式から実質へ
- ② 議決権行使の実質化
- ③ 強靱な経営陣の必要性

日本企業の衰退原因はガバナンスか？

“現下の日本の企業・資本市場の衰退の原因を、経営者監督体制に求めるのは、牽強付会というべきであろう。日本の企業・資本市場の衰退の主因が、経営者とりわけ最高経営責任者（社長・CEO）の人材不足にあることは明らかで、監督体制の欠陥などは周辺的事情にすぎないことは、誰の目にも明らかである。”

（東京大学・江頭 憲治郎 名誉教授）

出所：江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報八六巻一一号（2014）五九頁

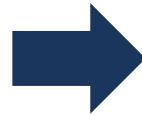
経営者は企業価値向上の最大要因

企業業績(ROA)に与える「経営者効果」に関する実証研究(Mackey, 2008)

企業が属する業界 6.2%

業界内地位 7.7%

経営者 29.2%



「経営者」は自社がコントロールできる、
ほぼ唯一かつ最大の業績改善要因

日立製作所の事例

日立製作所の復活

- 川村隆氏が2009年より陣頭指揮
 - 2008年、7,800億円の巨額赤字
 - 赤字事業からの撤退
 - 利益性の高い・成長分野へ注力
- 改革のできる人材で経営陣を組成
 - 社長以下の6人を入れ替え
 - 中西宏明氏をはじめとする実力者を結集
- 経営の継承にも成功
 - 川村氏→中西氏→東原氏→小島氏

日立製作所 株価の推移



出所: 株価推移はGoogleより(2022年11月9日時点)

独立社外取締役は「執行」するのではなく、経営を「監督」する

社外取締役の5つの心得

心得1

- ・社外取締役の最も重要な役割は、経営の監督である。その中核は、経営を担う経営陣（特に社長・CEO）に対する評価と、それに基づく指名・再任や報酬の決定を行うことであり、必要な場合には、社長・CEOの交代を主導することも含まれる。

心得2

- ・社外取締役は、社内のしがらみにとらわれない立場で、中長期的で幅広い多様な視点から、市場や産業構造の変化を踏まえた会社の将来を見据え、会社の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である。

心得3

- ・社外取締役は、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である。

心得4

- ・社外取締役は、社長・CEOを含む経営陣と、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である。

心得5

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

2

出所：経済産業省「社外取締役の在り方に関する実務指針概要」より、赤線は発表者によるもの

指名機能の強化(2021年CGコード改訂)

プライム市場上場会社の指名委員会・報酬委員会に過半数の独立社外取締役を要請

補充原則

4-10① 上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする~~任意の指名委員会・報酬委員会など~~、独立した指名委員会・報酬諮問委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。

おわりに

全ては経営者次第だからこそ、経営者を監督するガバナンスが重要

“現下の日本の企業・資本市場の衰退の原因を、経営者監督体制に求めるのは、牽強付会というべきであろう。日本の企業・資本市場の衰退の主因が、経営者とりわけ最高経営責任者（社長・CEO）の人材不足にあることは明らかで、監督体制の欠陥などは周辺的事情にすぎないことは、誰の目にも明らかである。”

（東京大学・江頭 憲治郎 名誉教授）

出所：江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報八六巻一一号（2014）五九頁



Board Advisors Japan, Inc.
株式会社ボードアドバイザーズ