

# 第20回フォローアップ会議での ご意見（概要）

令和2年11月18日  
金融庁

## 【コロナ後のコーポレートガバナンス】

### (変化への対応力の加速化)

- コロナ後は、変化が加速し、**変化への対応も加速化させる必要**。これまでの無作為とか先延ばし体質を是正する必要がある。
- 危機をサバイブしてむしろ再編を仕掛け、**果断にリスクを取るガバナンス体制と経営のリーダーシップ**が重要となる。堅固な事業収益力、財務基盤は危機時のレジリエンスに直結する。
- **意思決定力、意思決定システムを軸とした会社のカタチを抜本的かつ不断に変容するCX力**が厳しく問われる時代。
- コロナ禍後の視点として、**これまでガバナンス改革で取り組んできたことの実りを大きくすることが重要**。
- **従来から求められていた変革が加速したり、従来から認識されていたリスクが顕在化したりしている**という点はあるが、**コーポレートガバナンスにおける重要な課題に変更はない**。

### (デジタル・トランスフォーメーション(DX))

- **デジタル化に関する企業の戦略**について中長期的な視点からの情報開示が重要。
- データやAIの利活用が企業理念に反するものとならないよう、**経営側がきちんとDXガバナンスを行うべき**。
- **取締役会の電子化**も検討すべき。
- DXで直接企業価値が上がるというのではなく、**生産性を高める中でどのようにDXを利用するべきかが検討されるべき**。
- DXは単なるITの導入ではなく、**考え方を換えること**であり、DXを起点に**経営の再構築が必要**。

## 【コロナ後のコーポレートガバナンス】

### (その他コロナ関係)

- 不確実な時代にあっては、企業はリスクマネジメントの在り方が一番の関心事。
- 自然災害や感染症が続く中でBCPを含むリスクマネジメントの在り方が重要。
- サプライチェーンに伴う人権問題も重要。
- サイバー攻撃が企業に与える影響に鑑み、サイバーセキュリティに関する担保が重要。
- 地政学的なリスクの増大への対応も重要な課題。
- 企業経営への期待という点では、正解のない問題に挑戦することと、その結果をきちんと説明し責任を取ることが重要。正解のありそうな問題ばかりに取り組んでいると、すぐ横並びに陥ってしまう。
- 事業革新を進めるには固定任期や確定任期が適しているのか。色々な変革を企業が行っていくためには役員の任期に関して取締役会がどう考えるのかというのは関連する論点だと思う。
- 企業の戦略、雇用、働き方がどうなっていくのかといった視点にどう対応していくのが重要。

### 【ステークホルダー論】

- いわゆる「マルチステークホルダー主義」が新しい概念として注目されているが、コーポレートガバナンス・コードの序文にはその意義、バランスが既に書かれている。雇用確保を優先して減配してもよいなどと、日本ではステークホルダー主義の考え方を都合よく使っている例があり、コロナ禍に便乗した減配もあったと思う。
- 欧米でのステークホルダーに関する議論について、日本のガバナンスコードでは既にある程度対処されている。他方で、DXが人の仕事を奪うのではないかと、社会格差を拡げるのではないかと指摘されている。欧米の議論も注視しつつ、直すべきところがあれば補足的に変えるということではないか。
- ESG、SDG経営を支えるのも高い収益力。社会的価値に企業が貢献する絶対条件は、高く持続的な収益力。もともと我が国のコーポレートガバナンス・コードは株主価値至上主義に立っておらず、ステークホルダー全体にとっての企業価値の持続的向上を基本理念としている。

## 【その他】

- コーポレートガバナンスの議論は取締役会の意思決定と監督の議論なので、個々の執行の詳細にあまり入るのではなく、取締役会が全体としてどう意思決定し、どのように監督するかを議論した方がよい。
- 企業の中長期的な戦略、リスク戦略、リスクアロケーションの戦略といったことについて、より深掘りした対話が必要になってくる。
- 二つのコードの効果についての評価は、じわじわ影響を与えているという評価と遅々として進まないという評価が併存しているが、その理由はあまりにも企業によってコードの受け止め方に差がありすぎるといふ現実がある。東証の市場再編にも関係するが、上場企業をどのように位置づけるかは重要。
- 原点に戻った議論が重要であり、資本コスト、取締役会の機能発揮、中長期的な持続可能性、監査の信頼性、グループガバナンスの各項目の深掘りを進めるべき。
- インベストメントチェーンを眺めてみれば、企業がしっかりリターンを出すことが国富の創出の原点。企業からのリターンのために建設的な対話がある。
- 日本に長期的な視点でリスクマネーを投じてもらうためにはどうしたらよいか、外から見てどうなのかということ客観的にエビデンスを用いて問い直す必要がある。
- コーポレートガバナンス・コードの2015年適用開始後の評価もどこかでやっていく必要。

## 【取締役会の機能発揮】

### (取締役会の構成)

- 東証1部上場企業の約6割が独立社外取締役を3分の1以上選任している実態も踏まえ、期待される独立社外取締役の人数も設定すべき。
- 筆頭独立社外取締役の重要性は増している。筆頭独立社外取締役はエンゲージメントの窓口としても重要。
- 取締役の構成について、3分の1以上、望ましくは過半数以上(上場子会社のような場合)の独立社外取締役が選任されるべき。
- 指名委員会について、多様な経営経験、特に当該企業生え抜きでは経験できない経営的知見を有した経営人材中心で構成すべき。
- 社外取締役の質は、海外の好事例も踏まえて具体的にどのように向上するかを検討すべき。その際、社外取締役の後継者計画や、取締役会評価の範囲(指名委員会・報酬委員会や取締役個人々人を評価の対象に含める)も重要となる。

## 【取締役会の機能発揮】

### (その他の取締役会の機能発揮(指名委員会等))

- 執行部からの人事案の追認ではない、最低3年はかけての候補の評価や絞り込みを行うプロセスを一般化する必要。
- 指名委員会・報酬委員会が何を議論しているか外部からは不明。指名委員会・報酬委員会の実態に関する開示を充実させることが重要。
- CEOのみならず、経営陣全体のサクセッション、その評価といったことを、指名委員会あるいは報酬委員会で見ると必要。社外取締役の重要性が従来以上に高まる。
- 指名(諮問)委員会の設置の原則としての義務化。また、その構成は独立社外取締役を過半数とし、議長を独立社外取締役とすべき。
- 法定の指名委員会、報酬委員会相当の独立性のある委員会の設置と、その実効性確保の検証が重要。
- 指名委員会について、多様な経営経験、特に当該企業生え抜きでは経験できない経営的知見を有した経営人材中心で構成すべき。

### (その他)

- 独立社外取締役の責任が問われがちであるが、そもそも取締役会全体での責任というものがある。これを理解できない社内出身の取締役には退任してもらう必要がある。
- 健全な企業家精神を発揮し、企業が経済社会構造の変化を先取りするような取締役会がこれまで以上に重要。その際に資本コストという物差しは改めて重要。
- 社外取締役を含めて株主への対話を頻繁に行うべき。過去の経験からいえば、社外取締役を含めて株主と出来るだけ対話に臨むことで、執行側も勉強するし、機関投資家からの信頼感も向上する。

### 【取締役及びその候補等における社内の多様性】

- 日本企業は事業活動は多国籍化しているのに、経営陣は相変わらず日本人ばかり。女性や外国人を含めた内部登用には時間がかかる。グローバルな経営者市場へのアクセスと登用が重要。
- 人材のダイバーシティが進まないとの指摘は、日本社会において人材の流動性が乏しいことに起因するため、人材の流動化も今後検討すべきテーマの一つ。
- DXやイノベーションには経営人材の多様性が不可欠。そのためにはビジョン、バリューが必要。
- ダイバーシティ&インクルージョンのフル活用が大切。
- 変化を促進するには多様性の確保が不可欠。結果的には取締役会の独立社外取締役の過半数や3分の1に繋がるだろうが、数値目標ありきではなく多様性の確保が目的であるべき。
- ダイバーシティの確保の重要性に社会の関心の高まりが見られる。コロナ危機により、企業にとって改めて予見不可能なリスクが多く、レジリエンスのためには変化への対応力・創造力が必要で多様性を確保する必要があると示されたからと思われる。多様性の確保は経営戦略として重要。投資家の関心も求められる。
- 女性管理職を増やすには、社外取締役への選任だけでなく、内部からの昇進の増加が望ましい。家庭生活と仕事を両立しやすい環境、女性社員の正規化や社員の柔軟な働き方、男性育休といった点への企業の姿勢のわかりやすい開示と、投資家との議論が必要。
- 企業経営にとって多様性はイノベーションや新しい価値創造の源泉であり経営戦略に不可欠。取締役会の機能発揮の観点からダイバーシティを推進することは課題としてしっかり取り組んでいく。こうした取り組みは社外取締役の質の向上にもつながる。
- 執行役員レベルの多様性の確保が重要。時代の大きな変化に対応するCXを行うためには、将来の経営者候補が多様性(性別、年代、国籍、教育、経営バックグラウンドなど)を持っていることが必須である。中核人材の多様性は競争力と変容力を規定し、サクセッションプランの実効性も将来、経営トップ層候補である執行役員レベルの人材ポートフォリオの質と多様性に依存する。数値目標を含めてコードに明記すべき。

## 【取締役及びその候補等における社内の多様性】

### (人材育成や職場環境の整備)

- 人材は無形資産であり、大切に扱うべき。マルチステークホルダー主義を主張する声があるようだが、日本企業は従業員を手厚く扱っていない。労働分配率はずっと低下しており、給与水準も低いという現状からすると、企業は被雇用者にも報いることが重要。
- 多様な人材を活かす職場をつくるためには、所謂年功序列に応じた管理職や役員としての処遇というのでは必ずしも十分ではなく、社員がそれぞれの能力・スキル・成果に応じフェアに評価を受け、それぞれの職務に応じた役職・権限、報酬・機会などを得るような体制の構築が必要。多様な社員の多様な働き方やキャリア形成を可能せしむるようなプリンシプルベースでの見直しが重要。
- 人材について、企業は働き方改革といって新たなフォーマットを押しつけるのではなく、個を尊重し、1人1人のモチベーションに注目していくことが重要となる。個人は自主性が大切になってくる。
- 従業員のコミットメントをいかに高めるかという方策と人的資本投資をコードに明記すべき。
- 人的資本マネジメントに関する開示が必要。
- 中長期的にどのように従業員を遇していくのか、どのように働いてもらいたいのかが重要。外国人・女性など形式的なものではなく、バックグラウンドや考え方の多様性が大切。ステークホルダー主義はあってよいが、重要なのは企業価値を中長期的に向上させていくことだと思う。

総論

取締役会

資本コストの意識等

サステナビリティ

監査の信頼性確保

グループガバナンス

その他

### 【資本コストの意識】

- 配当を取締役会決議事項とすべき。企業は資本コストを踏まえて配当を決定するはずであり、その上で、配当政策や成長戦略の方針を企業が公表するのがよい。
- 資本コストを意識した経営がされている例は半数に至っていないとの調査結果もあり、どのようにコードを実務の現場に落とし込むかが重要。

### 【事業ポートフォリオの見直し】

- 各国においては産業ポートフォリオが相当変わってきているが、日本は相変わらず従来型の製造業的な部分に依存するばかりで、デジタルプラットフォーム的な部分で一向に稼げていないがために売上高収益率が低く、結果としてROEが諸外国比較で低調となっていると考えられ、その辺の実態の解析も必要。
- ポートフォリオトランスフォーメーションの在り方を総合的に再評価、再構築する必要。
- 事業再編による選択と集中に加え、DXの加速を背景に、事業間のシナジー、協業を戦略とする選択肢もあり、その場合には事業の組み合わせによる企業価値向上の道筋をしっかりと説明できる必要。

### 【キャッシュ】

- コロナ禍により多くの会社においてキャッシュを持っていたいというような動きがあった。これは、結果としてよかったという面もあるが、本来あるべきは、適切で健全な財務戦略の在り方を考えることである。
- 社会の変化が新たな投資機会を生み出すことは確実。日本企業のこれまでの現預金水準に鑑みても、日本は無形資産や人材投資含め将来果実に積極的に投資できる位置にあると言える。稼ぐ力とそれを使う力が問われている。
- 資本コストと営業キャッシュフローの重要性。既存事業の収益事業への絞り込みとデット性資金で生まれる営業キャッシュフローによる探索領域への大胆投資こそが、現代的な事業・財務一体型の「両利き」戦略モデルである。「短期的利益にこだわると長期的投資を行えなくなり成長力を失う」のではなく、潤沢な営業キャッシュフローこそ企業の力の源泉。

総論

取締役会

資本コストの意識等

サステナビリティ

監査の信頼性確保

グループガバナンス

その他

- サプライチェーン等における人権を考慮すべき。
- 働き方が変わる中で、対面の必要性やウェブ上での企業的意思決定がどうなのかといった点についても、企業の考え方や判断が重要になってくる。
- コロナ禍では地域社会との関わり方が重要視されており、とりわけ地域における医療や介護従事者等のエッセンシャルワーカーとの関わり方も重要。
- ESGの観点を重要視することでレジリエントな社会、経済を伸ばしていける。
- サステナビリティ委員会を置くことを奨励すべき。欧州では監督機関側で設置する実務が多いが、監督側にこだわる必要はなく、執行側に置くことでもよいと思う。
- サステナビリティというどうしても環境問題に話題が行きがちだが、企業自体のサステナビリティをしっかりと考える必要。非財務情報の開示が重視されているが、これは企業の将来の価値、将来的なサステナビリティにつながるものものだと思う。企業自体のサステナビリティを少しプッシュするような施策・考え方をコードで検討する必要。
- 「ステークホルダーガバナンスやサステナビリティが、不適切な経営を覆い隠し、必要な変化を阻害するための隠れ蓑になれば、経済はより広く損失を被る」とのCIIの見解は、その通りである。
- 短中期的事業ポートフォリオに関する戦略とSDGsに沿った長期的な企業価値向上がどう結びつくかが、取締役・投資家との対話で議論されることを期待。
- 企業の長期的な財務的健全性と持続可能性の重要な決定要因としての社会的要素が重要。その際、①短期流動性の必要性を満たしながら、従業員の安全と福祉を確保すること、②社会的責任、公平性と持続可能な価値創造への長期的視野を追求するとともに企業の社会的な目的を定義し公にすること、③利害関係者等への資本配分の決定で全体調和的かつ公平なアプローチをとること、④すべての利害関係者と包括的に意思疎通することが重要。

- 最近監査役の任務懈怠と思われるような事案が起こることがあり、監査役をしっかりと叱咤し、励ましていくことが必要。
- 監査役候補者の選定は監査役会の責任において行い、その決定に当たっては監査役会と指名委員会の協議を経て決定することを求めるべき。
- 指名委員会等の任意の委員会のメンバーに監査役になるということは本来望ましいものである。監査役は社外取締役よりも社内の事情に詳しいので、ガバナンスやリスクマネジメント、内部統制についての知見を委員会で発揮することが望ましい。
- 投資家との対話に監査役の参加を求めるべき。
- 第三者委員会については、同委員会の委員の選定に関わること、あるいは、委員の能力、独立性、倫理性のチェックや調査費用の妥当性につき監視を行うことを、社外取締役と社外監査役の役割として明記すべき。

総論

取締役会

資本コストの意識等

サステナビリティ

監査の信頼性確保

グループガバナンス

その他

### 【グループ経営の最適化】

- 経営資源の効率的な確保やグループの全体最適の実現のための経営資源の配分の仕方、事業ポートフォリオ、グループレベルでの事業ポートフォリオ戦略の策定や実行、こういった観点から、グループ全体の戦略やグループ全体の内部統制ということを議論する必要。
- 親子間に事業上の結びつきが強いほど親会社の利益と子会社やその一般少数株主の利益相反が生じ、それが紛争化することで両方の企業価値が毀損する。親子それぞれ激しいコーポレートランスマーシェン(CX)をするときにその相互の関係性ゆえに利益相反問題が発生する。すなわち、親子上場は、戦略的自由度、迅速性を失わせ、CX力を低下させるリスクが大きくなっている。親子上場は、成長事業のスピンオフ等の過渡的なものを除いて認めるべきでなく、コードに米独で一般的となっている支配株主の少数株主の利益保護義務を明記すべき。

### 【子会社の少数株主保護】

- 支配的株主からの少数株主保護という点が重要。
- 支配株主と少数株主の利益相反の危険がとくに大きい類型について、意思決定の在り方や開示にフォーカスして留意すべきポイントを明らかにすることが考えられる。特に、そのような類型における独立社外取締役の関わりや、少数派株主自身による関与といった観点から、意思決定の在り方やプロセスという観点から見直しをしてみてもどうか。
- 親子上場の弊害をなくしていくことが重要。現状支配株主は被支配会社に対していわばオプション権を持っており、自らが有利だと思ったタイミングで被支配会社を完全子会社化できるし、子会社株式を売り出すこともできる。そのため、少数株主は支配株主の戦略に翻弄されている例も見受けられる。企業としては完全子会社化するのか、子会社株式を売却して0%にするのかという親子上場の整理をしていく戦略を立て、それを対外的に公表すべき。

### 【株主総会等】

- 株主総会の電子化・ウェブ化や、開示の電子化の徹底が求められる。議決権電子行使プラットフォームを扱うICJの活用に良い機会ではないか。
- コロナを踏まえると、来年以降の株主総会が集中することのリスクを鑑み、バーチャル総会の実施の可能性・意義をしっかりと議論すべきではないか。
- 有価証券報告書の公表は総会前に行うべき。プライム市場上場企業は、英語に翻訳された有価証券報告書と招集通知を作成すべき。また、基準日の4月移動、総会の7月開催を推奨する。
- ハイブリッドないしバーチャルオンリー総会において、株主の適正に企業に説明させる能力が制限されず、株主の権利が侵害されないことが確保されるよう、監督当局に奨励する(開催形式等の1か月前の通知、顔の表情を映すビデオ技術の利用、参加者の質問・意見表明の機会の確保、質問の記録・回答/その回答の迅速な公開等)。
- 今年はハイブリット型総会が増えたが、株主権をどのように確保するかが重要(質疑応答の双方向性や即時性、ライブ配信等)。

### 【企業価値の定量化等】

- 無形資産や知財、あるいはデジタルプラットフォーム的要素や環境への貢献度合い等を含めた非財務的要素の定量化の取組みが重要。
- 時価総額、企業の株価は重要な要素となる。
- 「企業価値」を定義し直す必要がある。企業価値には、財務上の価値と非財務上の価値がある。どのような形で非財務上の価値を測定可能としていくかを考える必要がある。

### 【コードの適用の在り方(市場区分の見直し含む)】

- 市場区分の見直しに伴い、グローバルな資本市場の利用者の意識を改めて持つ必要がある。プライム市場とはグローバルな競争下において事業を行うということであり、グローバルな視点を意識する必要がある(例えば独立社外取締役の構成・資質、指名委員会・報酬委員会の設置など)。グローバルな投資家の観点から見れば、親子上場や政策保有株式などは、市場機能を濫用していると映るかもしれない。こういう大きな視点をもって各論に落とし込めればよい。
- 日本ではコンプライ・オア・エクスプレインの手法が用いられているだが、海外ではアプライ・アンド・エクスプレインもある。コーポレートガバナンス・コードの手法自体を見直すということもあってもよいかもしれない。
- プリンシプルベース・アプローチは、自らの状況に応じて工夫できる点が各経営者・ステークホルダーの支持を得ている。
- コードの原則主義への立ち戻りが重要。コンプライ・オア・エクスプレインの手法にばかり注目が集まっているが、きちんとエクスプレインするには各原則の精神を理解している必要がある。

## 今後の検討項目(案)

- 今後のフォローアップ会議では、コロナ後の変革に向けたコーポレートガバナンスの課題として、以下の項目を中心に議論していくこととしてはどうか。

項目	詳細
取締役会の機能発揮	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立社外取締役の質・量の向上</li> <li>取締役及びその候補のダイバーシティ</li> <li>指名委員会・報酬委員会の設置・活用(独立性等)、サクセッションプランの充実</li> <li>取締役会評価の活用</li> </ul>
資本コストを意識した経営	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業ポートフォリオ戦略の実施</li> <li>現預金保有・政策保有株式のあり方</li> <li>企業価値の考え方</li> </ul>
監査の信頼性の確保	<ul style="list-style-type: none"> <li>監査役や内部監査部門等の強化(デュアルレポーティングラインや三線モデル等)</li> <li>内部通報制度の効果的活用</li> <li>全社的リスク管理等の攻めの観点も踏まえたリスクテイクと内部統制システム</li> </ul>
グループガバナンスのあり方	<ul style="list-style-type: none"> <li>グループ経営の最適な経営資源の配分とリスク管理のあり方</li> <li>支配的株主からの少数株主の保護のあり方</li> </ul>
株主総会関係	<ul style="list-style-type: none"> <li>総会資料の早期提供、総会日程の分散、英文開示、議決権の電子行使・バーチャル株主総会</li> </ul>
中長期的な持続可能性	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG要素を含む中長期的な持続可能性</li> <li>管理職等のダイバーシティ</li> </ul>
特に コロナ後の企業の変革に向けた諸課題	<ul style="list-style-type: none"> <li>デジタル・トランスフォーメーションの進展に伴う企業の変革</li> <li>持続的な成長のための人材育成・投資、社内環境の整備</li> <li>不確実性の高まりに応じたリスク・マネジメント(感染症、気候問題、人権、データセキュリティ等)</li> </ul>

※この他、母体企業と企業年金の利益相反管理(「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」(スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会、2020年3月24日公表))等の課題も存在する。