

# 11/16 第 2 回未来投資会議構造改革徹底推進会合

## 「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合

---

### (開催要領)

1. 開催日時：2017 年 11 月 16 日（木） 9:30～11:30
2. 場 所：8 号館特別大会議室
3. 出席者：
  - 小林 喜光 公益社団法人経済同友会代表幹事
  - 青 克美 株式会社東京証券取引所執行役員
  - 伊藤 邦雄 一橋大学大学院商学研究科教授
  - 江良 明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社運用部門インベストメント・スチュワードシップ部長
  - 大場 昭義 東京海上アセットマネジメント株式会社取締役会長
  - 原 丈人 内閣府参与、アライアンス・フォーラム財団代表
  
  - 藤田 純孝 一般社団法人日本 CFO 協会理事長

### (議事次第)

#### 開 会

1. 小林会長からの趣旨説明
2. 日本 CFO 協会 藤田理事長によるプレゼンテーション
3. 関係省庁による説明
4. 自由討論

#### 閉 会

### (配布資料)

- 第 2 回会合の議論参加者
  - 金融庁提出資料
  - 内閣官房日本経済再生総合事務局提出資料
  - 経済産業省提出資料
  - 株式会社経営共創基盤 富山代表取締役 CEO 提出資料
-

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

ただいまから、第2回「未来投資会議 構造改革徹底推進会合『企業関連制度・産業構造改革・イノベーション』会合」を開催いたします。

本日は、民間の有識者として、一般社団法人日本CF0協会藤田純孝理事長にお越しいただいております。

時間も限られておりますので、そのほかの出席者の御紹介は、お手元にお配りさせていただいております参加者の名簿に代えさせていただきます。

席上には、座席表、議事次第、そして資料1から資料7-3までが配付されております。また、メインテーブルには、これらに加えて事業報告等と有価証券報告書の一体的開示に係る各省における検討状況についての参考資料が配付されております。こちらは非公表とさせていただきます。

会議中御発言をされる場合には、お手元に御用意しておりますマイクを使用してお話しいただき、終わりましたらマイクのスイッチを切っていただければ幸いです。

それでは、ここからは当会合の会長の小林様に司会進行をお願いいたします。

(小林会長)

本日は、一般社団法人日本CF0協会藤田純孝理事長より、取締役会の監督機能・意思決定機能のあり方、攻めの経営を実現するための後継者計画の策定や指名委員会設置の意義など、コーポレートガバナンス改革の推進に向けた御提言をいただいた上で、自由討議を行います。

その後、関係省庁及び事務局より、企業の設備投資等の促進やコーポレートガバナンス改革の推進に向けた取組の方向性等につき御説明をいただいた後、自由討議を行います。

なお、藤田理事長は、所用により会合の途中で御退席の予定です。

それでは、まず、藤田理事長よりプレゼンをいただきまして、議論に入りたいと思います。では、藤田理事長、15分程度でよろしくをお願いいたします。

(藤田日本CF0協会理事長)

いただきましたお時間の中で私のほうから、私が日頃考えておりますことを申し上げたいと思います。

簡単に私の自己紹介をいたしますと、元々は伊藤忠商事に長年勤めておりました。2011年頃まで常勤でしたが、その前後から何社かの会社の社外取締役等をやってまいりまして、現在に至っております。日本CF0協会には、10年ほど前から関与いたしております。

今日は、先般新聞等で報道されました、独立取締役会で取締役会のあり方の話を含めて話して欲しいとの御要請がありましたので、ただ今会長から御説明をいただいたように、私からは、今の独立取締役会の提言について御紹介すると同時に、日頃から私が考えておりますコーポレートガバナンス改革全般の課題の中で特に重要だと思ふことを御紹介したいと思います。

皆さんは、それぞれのお立場で深い知見と御見識の方でありますので、果たして私がお役に立てるようなことを申し上げられるかどうか疑問でございますが、与えられました時間の中でカバーをさせていただきたいと思ひます。

また、時間が非常に短く、私の作り出した資料もたくさん項目がありますので、全てを深く説明させていただくことは難しいと思ひます。要点をかいつまんでプレゼンさせていただきたいと思ひますので、御容赦をさせていただきたいと思ひます。

まず最初に、先般新聞等で発表されました独立取締役会の提言をこの画面にまとめております。この提言では、取締役会の果たすべき重要な役割として7つ程度の項目を挙げた上で、その中でも特に社長の評価を社外取締役が関与する指名委員会のメカニズムを通じて行うことが極めて重要であるということを提言しております。

もちろん取締役会の果たすべき重要な役割というのは種々ありますが、その中で特に今申し上げた社長あるいは取締役の評価、選任・解任の問題を取り上げております。それ以外にも、経営戦略の策定や実施施策の監督、サステナビリティ等々の議論も提言にまとめました。

要は、経営上の重要事項に関する意思決定とか執行の監督に専念することが望ましいとしたわけでありまして。取締役会における個別案件の審議のあり方等々につきまして、あるいはガバナンス体制の構築についても議論をいたしました。それが先般の独立取締役会での簡単な御報告でございます。

続きまして、日本企業のガバナンス改革の底流の問題点をまとめさせていただいておりますが、日頃日本企業のガバナンスの問題を議論する際には、まず、この二、三年で大きく進展したガバナンス改革の外形的な進展の底にある、従前から存在する色々な問題について、幾つかのポイントを御説明したいと思います。

まず1点は、日本企業の内面的な特質として、会社共同体的な側面があるということでございます。教育を終えて入社しますと、大部分の企業においては終身雇用・年功序列という、ある意味では仲間内の経営制度を採用しており、排他的な雰囲気があります。従業員は、その終身雇用・年功序列の中で同じ会社に長く勤め、その中から優秀な方が役員に選ばれるということで、会社はある意味で従業員と従業員OBの役員から経営がなされているという非常に独特な側面があるということであります。

その中で2番目の問題としまして、社長の人事権が極めて強いということがあります。取締役あるいは監査役は、基本的に社長が独自の判断で選ぶというのが従来からの慣行でございます。特に重要な問題は、後継の社長もその社長が自ら選ぶという実際の慣行であります。

さらには、社長は多くの会社で任期の内規等がございますけれども、退任しました後も会長あるいは相談役というような形で長く残り、会社の経営に対して影響を与えることがあるということは御承知のとおりでございます。

社長の人事権が強すぎることは、執行の監視・監督をする役割の監査役や取締役が、執行の役割を担う社長によって独自に選ばれる点です。この制度においては、結果として、社長に選ばれたという意識がどうしても残ってしまう。そうすると、実際の経営の場において、例えば監査役が強い意見を言わなければならないときに問題が生じるリスクがあるということであります。

さらには、独自に選ぶという流れの中では、必ずしも監査役の資質という観点で選出されるのではなく、会社の共同体的な流れの中における論功という形で監査役が選ばれるということもある。そうすると、それは全てが悪いということではないのですけれども、やはり色々な問題につながるリスクがあるということでございます。

そのような流れの中で同じ仲間とずっと経営をしていくと、会社は自分たちのものだという「企業経営者の潜在的意識」を無意識的に持つことになるリスクがあるのではないかと感じております。そういうことがまた色々な不祥事につながることもあり得る。

次に「株主の行動」と書きましたのは、そういう経営の中で日本企業は長年にわたって極めて悪い業績を続けてまいりました。その結果として株式市場も低迷したという側面があります。

そういう経営に対して機関投資家や株主はどういう行動をしたか。特に日本の機関投資家が、大きな影響を与えず、長年にわたってプレッシャーをかけなかった点に問題やリスクがあったと考えるわけであります。要は、エクイティーガバナンスというのが長年にわたって不足していた。一方、銀行による資金の提供等のデットガバナンス・バンクガバナンスがあったわけでありますけれども、企業の経営に対して、(融資が危険にさらされない限り) 常時突っ込んだプレッシャーをかけるということはなかったのではないと思っております。

そういう背景があって、日本企業の収益性、あるいは株式市場のパフォーマンスの悪さというようなことにつながっているのではないかと思います。

ここにいらっしゃる伊藤先生より「不都合な事実」との御指摘がございますけれども、日本企業には長年にわたって非常に低迷した業績を続けてきたという側面があります。それらは株式保有構造が変わったことにより、今後は改善されると思っておりますけれども、そういうことを頭に置いておく必要があります。

2014年以降のガバナンス改革について、全般的には申すまでもなく、外形的なこと等を含めまして大きく進展したと思っております。ただし、実質的な面で種々の課題があるということも事実でございます。そういう意味においては、今やいいスタートを切ったかもしれないけれども、今後の課題を今からこなしていく必要があると思っております。

そういう流れの中で、取締役会の運営とか実効性は変わってきたかということでございます。ここにも幾つかのキーワードを書きましたけれども、取締役会の機能について、なぜ取締役会の運営改革が必要になったか考えてみますと、会社法で一定の事項は取締役会決議事項となっていたものの、実質的には全てが経営執行会議で審議され、決定されておりました。つい最近までは多くの会社で社外取締役が存在せず、経営執行会議で全て審議し、議論し、結論を出したものは形式的に取締役会にかけられてきました。

それが、今回ガバナンス改革等で取締役会の実効性あるいは運用の改革が迫られた背景だと思っております。それ以上のことは、皆さん御承知のとおりで、時間もございますので省略をさせていただきますが、そういう課題というか背景を頭に置いて、今後、取締役会において本当に重要な審議が会社の発展のためになされる仕組みを入れていく必要があります。

独立社外取締役の役割は、先ほど申し上げた日本企業の特質的な流れの中で、社内役員だけで経営していくと種々の弊害や問題が出てくるため、独立取締役が取締役会その他で重要な事項に対して意見を言い、必要な場合は社長や会社の問題含みの経営に対してはブレーキをかける、あるいは、逆にプッシュをすることです。このようなことが今後求められていることでありまして、その意味において独立社外取締役の数が増え、その独立取締役が取締役会を通じて影響を与えるということは極めて重要でございます。

独立取締役の機能は、社内にはない知見・経験をベースに色々な意見を出し会社の経営に貢献するということがベースにありますけれども、場合によりましては、先ほど申し上げた社長の評価を通じて、場合により社長の解任を働きかける必要があるということでございます。

先ほど御説明をしたような理由の背景で、取締役会にいろいろな重要な機能がありますけれども、その中でもあえて挙げるならば、指名委員会が真にファンクションするということが非常に重要であるということを申し上げたいと思っております。

社長が全てを決めるのではなくて、これは任意のところはほとんどだと思っておりますけれども、取締役・監査役、特に社長の評価を毎年継続的に行う社外取締役が関与する委員会を作って、選任を続けるのか、あるいは、場合によったら退任をしてもらうのかという判断

を指名委員会が果たすということが極めて大事であり、指名委員会は、当然、社外が過半数、できれば委員長は社外取締役が望ましいと思います。

更に、指名委員会を作り、実際の選任案等が出てくる場合に経営執行トップからの推薦案が出てくることに対して、それを委員会が形式的にエンドースするだけであってはならないと思っております。

また、人材は必ずしも社内に限るのではなくて、社外からも求めるべきであろうと思います。

次に、経営人材の流動性という観点で申し上げますと、日本企業の現状は極めて固定的である。経営人材の流動性はほとんどない。それは日本企業の全体の経営能力を向上させるという観点で非常に阻害要因になっており、影響を与えている。また、企業社会のダイナミズムという観点から言いましても、経営人材がもっと流動的になることが望ましいと思っております。

会社共同体の中で不本意に縛られるのではなくて、価値観、倫理観、処遇、あるいは機会追求等の理由をもって経営人材がどんどん出ていく。人材側もそういう意識を持つ必要がありますが、受け入れ側も必要であればそういう人材を登用していくということが重要であると思います。

次に、役員報酬制度も非常に重要な課題であると思っておりますが、時間の関係上、キーワードだけご覧いただいて、省略させていただきたいと思っております。

ガバナンス改革への意識、「攻めのガバナンス」への意識変化はあるかということにつきましては、資本コストに対する意識の浸透も含めて、姿勢に若干問題がまだあるのではないかと考えております。

あと、スチュワードシップ・コードが導入されたことにより機関投資家の考え方、あるいは実際の行動がどう変わってきたのだろうかという問題、さらに、投資のパターンがパッシブ運用が増加する中で変化してきている中で、エンゲージメントが本当にうまくいっているか、企業側から見たらどうか、あるいは、投資家側から見たらどうか、どういう課題があるのかというあたりを今後もフォローしておく必要が、公的年金と企業年金、あるいはアセットオーナーと運用機関との関係等であるかと思っております。

その他の課題の中で、「企業不祥事のIMPLICATION」として、2000年頃の話から最近の事例まで幾つかの例を入れさせていただきました。ここで一つ申し上げたいことは、企業統治の外形が整っていても不祥事につながるリスクがあるということでもあります。

エンロンは米国型の企業統治の会社でありましたし、そういうところでもあのような問題が起こった。

オリンパスあるいは東芝については、オリンパスは2011年に既に社外取締役を3人擁して経営されていたわけでありませけれども、ああいう不正会計、粉飾決算が起こった。東芝も長年にわたって企業統治の優等生と考えられた指名委員会型の会社でありませけれども、御承知のような問題が起こった。

それ以外にも品質問題で最近の日産自動車、スバル、あるいは神戸製鋼の問題が出ております。

これ以外にも、これは必ずしも不正会計ではないわけですが、グローバルな競争の下、成長を追い求める中で、将来のキャッシュフローの見積りを誤った結果、非常に短期間で減損を余儀なくされるというような事象も起こっております。そういうようなことを含めて、この企業不祥事が何を示唆しているかということをよく頭の中に考えておく必要があるかと思っております。

経営トップが幾ら意識高く号令をかけても、会社全体として自由に意見が言える風土、

あるいは悪いことは悪いと言わないのは罪というような価値観が浸透していないと問題は起こるということで、上に挙げました不祥事の背景にもそういったあたりにも原因があるかと思っております。

他方、企業不祥事が起こりますと会計監査人の責任が厳しく問われるわけではありますが、監査報告の受益者というのは被監査会社ではなくて公益（社会）であるというふうに考えますと、監査報告が出す情報は非常に重要であると思えます。

そういう意味において、最近の欧州の監査報告の長文化の傾向、あるいは米国でSECがこれにフォローする決定を10月にしておりますけれども、そういった会計監査のあり方が一つの今後の課題だろう。

最後でございますけれども、日本の開示制度は欧米の制度とは異なり、会社法による開示と金融商品取引法による開示が二重に存在して、決算が終わってから会社法の報告、開示を行うまでの期間が非常に短い。株主総会との関係、あるいは監査意見の時間というような課題がありますので、このあたりも一つの課題だということに思います。

（小林会長）

本日は、原内閣府参与及び株式会社経営共創基盤の富山代表取締役CEOからも、それぞれ書面で御意見を提出いただいております。資料6から資料7-3までをご覧いただければ幸いです。

それでは、藤田理事長のプレゼンを踏まえ、40分程度の意見交換を行いたいと思えます。

（原内閣府参与）

藤田さん、原です。今日はありがとうございました。

最後の点の不祥事に関して、アメリカとイギリス、イスラエルで色々な会社、特に上場会社も含めて社外取締役、会長をした経験を踏まえて申しますと、日本の不祥事は日本にいと随分目立ちますけれども、数から言うとアメリカの不祥事のほうが日本の10倍以上発生率が高いです。しかもその不祥事の中で、オリンパスや全日空など色々なケースがありますけれども、日本では社長やCEOが自分のお金を、その不祥事で横領するというケースはほとんどなく、会社を守るためにしている。しかし、あのコーポレートガバナンス先進国のアメリカは、CEOがお金を盗んでいるというパターンが多いです。

それから、東芝のケース、今も企業統治の優等生だというふうに言われたわけですが、にもかかわらず、こういう不祥事が起きているという観点から見ると、これは私の経験からですけれども、コーポレートガバナンスを強化しても不祥事を防ぐということにはならない。不祥事とコーポレートガバナンスは全く関係がないというふうに感じるのですが、どのようにお考えで、また、感じておられますでしょうか。

（藤田日本CEO協会理事長）

実際の色々な企業不祥事は、明らかに欧米のほうがはるかに数が多いと。しかも、その多くが、全てではありませんけれども、経営のトップが自分のポケットにお金を入れるために起こったケースが非常に多いと、おっしゃるとおりだと思います。日本はそれに対してそうではない。それも事実といいますか、もちろん例外はありますけれども、一般的にはそういうふうに思います。

では、そういった事例を含めて、不祥事を防ぐのにコーポレートガバナンスがしっかりしていたらいいのか、他律的・内部的なコーポレートガバナンスの規律だけでその不祥事が防げるかという、最後のところで申し上げました通り、企業風土、価値観、倫理観、

こういったものが経営者を含め企業全体に浸透していないと、不祥事は起こるのではないかと思います。ガバナンスが、例えば指名委員会型で、あるいは社外が過半数であったらいいかという、多分そうではない。基本的に企業全体、社員全体がそういう問題はいけないということを上から下まで浸透していれば、不祥事を防げる土壌につながるのではないかと思います。

違う意味において、先ほどポケットに入れる議論がありましたけれども、役員報酬制度を日米欧で比べますと、日本は絶対水準が極めて低くインセンティブが極めて少ない。ただ、一方で、本当に企業の成長のために経営者が力を尽くすのか、また尽くした場合にそれがインセンティブで返ってくるかという、そうではない側面もありますから、両極端が存在しているのではないかと。多分、日本はもっと経営者にインセンティブを与える必要があるでしょうし、しかも短期だけではなくて中期の視点も要るだろう。それから、経営者と従業員というのは、やはり責任と結果とのバランスがもっととれている必要がある。欧米はそれが極めて極端なのだろうということではないかと思います。

(小林会長)

よろしいですか。

(原内閣府参与)

ありがとうございます。

(小林会長)

ほかにございますか。

どうぞ、伊藤先生。

(伊藤一橋大学大学院商学研究科教授)

藤田さんとは日頃より思いを同じくしておりますので、全て同感であります。

私の経験というか観察も含めて少しだけ申し上げたいと思いますけれども、藤田さんがご指摘のように、コーポレートガバナンスの一丁目一番地は経営者の選解任であることは言うまでもないことだと思います。

指名委員会を任意で設けている会社も比較的多くなってきましたが、その指名委員会が形だけのものなのか、実質的に機能するものなのかというのは、分水嶺といいたいでしょうか、ガバナンスの有効性を左右する分かれ目になると思います。

経済産業省のコーポレートガバナンス・システム研究会の最終報告書が3月に公表されましたが、私もあの場で申し上げたのは、指名委員会を機能させるために委員長は社外取締役とするか、あるいはメンバーの過半を社外取締役にすることです。もちろん「ア」とはいいのだけれども、「オア」でもどちらかは満たすということが大事だということが、最終報告書にも盛り込まれました。

その後、半年ぐらい過ぎて、「オア」でいいのだろうかと思っております。やはり委員長は社外取締役、かつ、メンバー一人一人に投票権があるとなれば、メンバーの過半も社外取締役でないと機能しないと思います。一見形式的には強いかもしれませんが、ガバナンス改革を形式から実質に変えていくためには、そのぐらいのことが必要だろうと思っております。

関連して、経営者やトップマネジメントの評価をどうするかですが、藤田さんがおっしゃられたとおりだと思います。恐らくこれが非常に難しく、経営者と社外取締役がどうい

う場で対話するかが一点。すぐ経営者と投資家との対話という話になるのですけれども、社外取締役と経営者（社長）がどういう場でどういう対応をするかというのがすごく大事だと思います。

社外取締役や指名委員会の委員などの社外が、経営トップにどういう形でシグナルを送るかということだと思います。指名委員会はどうしても選解任で強いので、ゼロイチになりがちです。社外取締役も経営者と極めて厳しく対峙することは、望まれていないと思うので、どういう形でメッセージを出すかが重要になります。これはもう実例があるのですけれども、私が日本的には結構うまくいくのではないかと思うのは、報酬委員会と指名委員会をリンクさせることです。報酬委員会というのは金額の問題なので、ゼロイチではない。そうすると、基本的には短期評価は必要ありませんけれども、社外の報酬委員会のメンバーが1年、あるいは、場合によっては中期の評価をし、それが5段階評価の報酬水準、賞与水準に反映されます。それだと、例えば5段階評価の真ん中かもう一つ下に評価が来ると、経営者にプレッシャーになると思うのです。このメッセージを経営者がどう受けとめて、それを挽回するかという、挽回すればまた評価が高くなるわけですけれども、そういう社外取締役と経営者との往復運動が非常に大事です。すぐ解任するとかいうことではなくて、その往復運動をどのようにやっていくかということが非常に大事だと思います。これが1点目です。

それから、2点目は、コーポレートガバナンス・コードの73項目のコンプライ・オア・エクスプレインというところで、随分多くの会社で、全てコンプライとなっても、そのコンプライは形式化しています。これは投資家の委員の皆さんから御発言いただいたほうがいいと思いますけれども、投資家は、むしろコンプライ・オア・エクスプレインのコンプライを見ているのではなくて、エクスプレイン側を見えています。ですから、実質はコンプライ・アンド・エクスプレインなのですけれども、コンプライ・オア・エクスプレインになっているものですから、コンプライしていたら説明は余りしなくてもいいという解釈が浸透しているように思いますので、この辺の認識をどう変えていくかというのが大事だと思います。

それから、ポジティブな面として、コーポレートガバナンス・コードの中の取締役会の有効性評価は、ガバナンス改革にかなり貢献していると思います。アンケートにするか、外の第三者を入れるかは別としまして、評価が出て、その結果を見ながら社外の皆さんが議論する。もちろんそこに経営者が入っても構わないわけですけれども、何が問題なのかということを実際に議論する場面が出てきていますので、これはいい方向に行っていると思います。

それから、相談役・顧問について先ほど藤田さんからもご指摘の通り、コーポレートガバナンス報告書で報酬、任務を開示することになっておりますけれども、これは富山さんの提出資料にもありましたが、コーポレートガバナンス・コードにどのように盛り込むのか、盛り込まないのか、その辺は一つ検討課題だと思います。

それから、残された課題の中の一つに、主要子会社のガバナンス、つまり、グループ経営の中での主要子会社のガバナンスがまだ空白地帯であることが挙げられます。上場子会社には、親会社のホールディングスに指名委員会がございます。この重層構造の中でガバナンスを実質的にどう機能させるかというのが大事。上場していない非上場の子会社のガバナンス、不祥事も出ていますし、ここは経営者の皆さんは大変頭を悩めているところで、この空白地帯にメスを入れていく必要があるだろうと思います。

(小林会長)

ありがとうございました。

(藤田日本CF0協会理事長)

ただいま幾つかの御意見をいただきました。まず、最初に指名委員会のところでありますけれども、数は多少増えてきたということでございました。ただ、私の理解では、東証一部上場会社で任意の指名委員会を持っている会社というのは、残念ながら30%未満ですので、まだまだ浸透していないと思います。ですから、内部的に社長が主導権をとって決めてしまうという企業がまだまだ残っている点が課題かと思えます。

先ほど申し上げました通り、指名委員会があっても、社内から出てきた意見を単にエンドースするだけではだめだと思っておりますが、それは現実には随分あるのではないかと感じます。指名委員会があって、社外取締役が過半数であったとしても、実際は社長が出してくる意見に対して「それは違う」ということが指名委員会言える仕組みに、果たしてなっているだろうかという、まだまだそうではないと思っております。

そうだとしますと、決して解任が目的ではなく、日頃からの評価が極めて大事です。日頃からの評価は指名委員会ですと続けて定期的に毎年やっていく必要があると思えます。そこで先ほど伊藤先生から、報酬委員会とのコンビネーションにすべきではとのご指摘をいただきました。私もそう思っております。たまたま、私は古河電工の社外取締役を何年かやっておりますが、あそこは指名委員会と報酬委員会が指名報酬委員会として一緒になっており、私はその指名報酬委員会の委員長を何年か前からやっております。一方、オリンパスの社外取締役もやっておりますので、それは指名委員会と報酬委員会は別立てになっていまして、私は報酬委員会の委員長をやっています。

その経験から考えると、先ほどおっしゃった社長の評価をしようとする、普段から評価をすることが求められます。しかし、それは報酬委員会でも評価をするわけですから、報酬委員会での評価と指名の判断は関連性が極めて高いということで、私は両方を経験しまして、欧米のように分けるのではなく、指名委員会と報酬委員会を一本にする方がいいのではないかと思います。

サクセッションプランを続け、社外取締役はその指名委員会、あるいは指名報酬委員会だけではなく、普段の取締役会における発言等を含め継続的に見ておく必要があると思えますので、このあたりは今からの課題かなと。

コンプライ・オア・エクスプレインか、コンプライ・アンド・エクスプレインかということについては、確かに形式でコンプライしたらもういいと、実質的なところまで突っ込んでいない企業がまだまだ多いのではないかと思っております。それは、実効性評価の問題であり、取締役会の実効性評価というのは極めて有効であり、大事だと思います。

しかしながら、これも先ほどのコンプライ・オア・エクスプレインか、コンプライ・アンド・エクスプレインかという話に関連しますが、内容につき、形式ではなく実質の評価をしているのであればいいのですが、数がどうだとか、社外がいるかないかとか、そういう形式的なところにとどまっている実効性評価はまだ多いのではないかと。

それから、社内だけで決めてしまうというのも問題で、英国では3年毎に社外者主導の取締役会評価を行うことを求めております。したがって、そのようなことも含めて、実効性評価をより中身のあるものにしていく必要があるという先生の御指摘のとおりだと思います。

相談役・顧問の議論は今や相当の会社でされておりますし、私もその意見に賛成なので、すけれども、会社の経営環境とか活動の目的次第では、相談役が有効であることも十分に

あり得るのだらうと思います。ただ、何も外にも言わず、社長が自動的に会長に、会長が相談役になり、処遇も非常に厚いままで影響を与え続けている点はおかしいと思いますから、会社がその制度を維持するというのであれば、ちゃんと説明をすればよいのであって、画一的にやる必要はない。ただし、相談役・顧問を長いことやるというのは違う気がします。

あと、最後におっしゃった主要子会社、上場会社、非上場会社のガバナンスというところが、これからの論点ではないかという点においては、伊藤先生のおっしゃるとおりで、そのあたりをどう進めていくのかということが今後の課題。

さらに、グローバルなオペレーションがどんどん増えてきたときに、人材を含めてどうガバナンスを効かせるかが、非常に重要な課題だと思います。

それから、先ほどの処遇の話につながるのですが、日本の今の制度の中で、取締役の報酬は低いけれども、逆に保障は何もないという側面がありますので、外国人の経営者を起用しようとする場合、例えばリスクに対する保障などもしっかりしていくことが、課題だと思います。

(小林会長)

今、コンプライとエクस्पラインの「オア、アンド」の議論がありましたが、確かに相談役・顧問制度についてはコンプライ・オア・エクस्पラインで対応している会社が多いですが、場合によってはコンプライ・アンド・エクस्पラインが求められるという点を、どう表現していけばよろしいのでしょうか。

(伊藤一橋大学大学院商学研究科教授)

コンプライというのは、その方針を遵守することです。一口に遵守していると言っても、非常に開きがあります。例えば相談役・顧問についてはコーポレートガバナンス報告書で開示しております。今、コーポレートガバナンス・コードには入っていませんけれども。そうしたときに、では、相談役・顧問については同じ人がずっとやるわけではないといっても、それ以上の中身は必ずしも明確ではないのです。

ですから、藤田さんの御指摘の通り、一律にだめではなくて、A相談役にはこういう役割をお願いしております、B顧問にはこういう役割をお願いしておりますという情報が出ないと、投資家も含めて判断できないと思います。

そういう意味で、まだコーポレートガバナンス・コードに入っていないけれども、コンプライ・アンド・エクस्पラインの「エクस्पライン」がまさに大事だと思います。

(小林会長)

しかし、コンプライ・アンドと言い切ってしまうと、とにかくコンプライしなさいというニュアンスで伝わってしまうおそれがないですか。コンプライ・オア・ノンコンプライ・バット・エクस्पラインとでもするほうがより適切かと感じます。

ほかに御意見ございますか。どうぞ。

(藤井内閣官房参与)

このコーポレートガバナンスの問題、並びにコンプライアンスの問題を考えるときに、私、計量経済で学位をとった後、心理学で留学をして、ずっと社会心理学の教科書を書いているのですが、社会心理学で極めて一般的に知られているアトリビューション・ファラシーという概念があります。これは何かの行為をしたときに、その行為の原因が何

なのかということ人を類推しますが、その類推で色々な誤解が生じるというのがアトリビューション・ファラシーの概念です。特に違反行為の場合は、この人が悪い、この人の内的な要因が悪いのだとアトリビュートすることが多く、自分に違反行為があったときは、環境にアトリビュートしがちです。けれども、他人の違法行為に関しては、その人の内面に帰属させるケースが非常に高くなることが一般的な心理学研究として知られています。

何を言いたいかといいますと、違法行為があると、それはコーポレートガバナンスあるいは会社の風土、経営者が悪い人間なのだと思うという傾向が強い。違法行為というのは内的要因と外的要因のバランスで起こってくる問題であるものの、全て内的要因に帰属させてしまうことがあります。しかしそれは単なるファラシー、つまり勘違いということです。したがって、この議論をするときは、人はバイアスを持ってしまう社会的動物だということを理解しておくことが必要だと思います。

これが前段で、色々な違法行為とか、先般のスチールの問題や、ゴムの問題、また建築の問題など、色々ありますが、コーポレートガバナンスあるいは悪い経営者の「内的要因」に全て問題があると思うのではなく、デフレーションという構造や過当競争など、違法行為を行うインセンティブが極端に高くなってきているという「外的要因」「環境要因」があるということもこの議論をするときに忘れてはならないと思います。

もちろんデフレだから違法行為を全部許せと言っているわけではなく、全て内的要因に帰属させがちなバイアスがあるということも傍目に見ながら、コーポレートガバナンスの議論を深めるとともに、デフレ脱却も違法行為を減らすためには必要なのだというメッセージをどこかに加えておくことが重要ではないかと思います。

例えば、北海道大学の山岸俊男の「裏切り者研究」という分野が社会倫理学にはあるのですけれど、彼はこの分野の権威のもう一人の方です。彼がずっと主張しているのは、「みんなが意識」とかといって、皆でいい子になれば問題は解決すると思いがちだけれども、実際はそうではなくて、社会的な構造を変えていくことで違法行為が一気になくなることもある、ということが頻繁に起こる。この点はしばしば社会心理学者に指摘されており、配慮いただきたいと思います。

(小林会長)

ありがとうございました。

それでは、大場さん。

(大場日本投資顧問業協会会長)

一つは意見で、もう一つは藤田さんへの質問です。

一つは、今、伊藤先生ご指摘の通り、ガバナンス改革の肝、一丁目一番地がCEOの選解任だとすれば、どのようなCEOを選ぶかということ、企業と投資家の対話の最大のアジェンダにすべきではないかと思います。

CEOの選解任につき、企業と投資家の間で対話が行われているのか。またCEOの選解任以外の、経営者の問題に関する対話のあり方はどうか。こうしたことは、コーポレートガバナンス・コードの中で取締役会評価について規定されている、その取締役会評価にも関連すると思います。つまり取締役会が社長の業績や社長の評価についてどう考えているのかを、本来は対話の材料にしなければならない。そしてその評価についても継続性が大事だと思います。1年毎の業績だけで評価すべきものではないので、どのように継続的な評価を行っているのかが対話の対象になっていなければならないと思います。

もう一つの対話の対象にすべきであるのは、藤田さんご指摘の「希薄な資本コスト意識」ではないかと思えます。

前回の金融庁が提出した報告書で触れられていた、9月に安倍総理がニューヨークの証券取引所で行ったスピーチにて言及のあった通り、日本企業の体質を変えなくてはならない。体質を変えとはどういうことかと言いますと、後で解説がありました通り、資本コストが余りにも意識されない経営は変えなくてはならないということでした。

藤田さんのプレゼン資料で示されているように、資本コストが意識されない経営が30年間の企業収益の低迷を招いた可能性があるとするれば、これも当然対話の対象にしなければならないと思えます。

具体的には、資本コストについてどう認識しているか、自らの企業のフェアバリューはどのぐらいが妥当だと考えているか、といったことです。

それから、過去、中長期的に自らの企業価値が向上したのか、それとも毀損したのか、またそうした結果をどう評価しているか、ということについても対話の対象にすることが望ましいと思えます。

以上が私の意見です。

それから、もう一つの藤田さんへの質問がございます。私は立場上、株主の行動に着目せざるを得ない立場でございます。企業経営からすると、日本の機関投資家や株主が日本の企業経営に大きな影響を与えてこなかった点も課題だと思えます。そして、こういった課題に対処するためのスチュワードシップ・コードだと認識しております。

藤田さんからの御知見を踏まえ、日本の機関投資家の最大の問題・課題は何だとお考えになるかぜひお聞かせください。

(藤田日本CF0協会理事長)

先ほどの御意見に関し、対話の中でCEOの選解任を一丁目一番地にすべきということも当然のことながらやるべきであるし、会社側からも社長の評価に関して株主やステークホルダーに対して発信する習慣をつける必要があると思えます。

欧米企業のアニュアルレポート等を見ますと、もちろん個社によって差はありますけれども、指名委員会がCEOを含めた評価を極めて丁寧にやっております。そういう文化を日本企業も入れていく必要がある。投資家との対話の中にあるかということ、明示的に言わないとしても、投資家は、社長に経営を引き続き任せていくに値していると判断すれば投資を継続、あるいは増やすけれども、経営を任せるに値しないと判断すれば、当然、株を売るということも起こり得る。したがって、対話を今までしていないということではなく、色々な接触の中で、投資家は対話を極めて重要視してきたのではないかと思えます。

それから、先ほど株主の行動、特に日本の機関投資家について申し上げましたが、30年間にわたってTOPIXの平均ROEが5%と低くなっておりましたが、株主資本コストはもっと高かったのであります。これでは、株の資本コストに対する意識というのがなかったと言われても仕方がない。企業によりバランスシートの中身も全然違い、結果の収益力が異なりますので、皆同じように高いROEかどうかではなく、きちんと評価をした上で判断すべきだと思うのですが、やはり日本の機関投資家が長年にわたり余りプレッシャーをかけなかったというのは残念ながら事実であろう。私は、以前、伊藤忠商事の経営の執行におり、日本の機関投資家とも随分接触がございましたけれども、海外の機関投資家等からは色々なプレッシャーを感じましたが、日本の機関投資家から、例えば経営の中身に関して深く突っ込まれたことは私の少ない経験の中ではあまりございません。先ほど来申し上げた、機関投資家が“物言わぬ株主”に代表されるような状況であったというのは、残念ながら

事実であろう。

それが今回のスチュワードシップ・コード等で要求されていることを契機に、日本の機関投資家が大きく変わることが、今後の課題であると思っております。ただし、投資のパターンは変化しており、積極的な投資とパッシブ運用というのでもあることから、画一的に議論するのは問題である点は留意が必要です。

(大場日本投資顧問業協会会長)

ありがとうございました。

(大場日本投資顧問業協会会長)

ありがとうございました。

(小林会長)

では、時間も来つつありますので、江良さんを最後をお願いします。

(江良ブラックロック・ジャパン運用部門インベストメント・スチュワードシップ部長)

貴重なお話、ありがとうございました。

まずコンプライ・アンド・エクスプレインについて、先ほどからコンプライ・アンド・コンプライになってはいけないという点については、そのとおりかなと思っております。

また、コンプライ・アンド・エクスプレインの重要性を否定しているわけではないですが、投資家としても、例えば73原則について全部個別にコンプライ・アンド・エクスプレインいただいたことで何か価値があるかということ、あまりありません。それはなぜかということ、我々が求めているのは、コーポレートガバナンスの全体感、グランドデザインについての考え方や、経営者の頭の中にある考えやその背景についての情報ですが、それを、個別の原則ごとに照らしてコンプライ・アンド・エクスプレインのような形になってしまうと、それを読み込む作業も大変ですし、何より、全体感を欠いてしまう議論になってしまう可能性があるように思います。従って、むしろ全体観、グランドデザインについて、より積極的なエクスプレインが求められるのではないかと思っております。

二点目ですが、これは質問も兼ねておりますが、先ほどのご説明も踏まえ、社外の方々の関与を通じた実行性ある取締役会や指名委員会の機能において、肝となるのは“情報”だと改めて印象として持ちました。

現在のCEOの経営状況、働きぶりについて、様々な委員会を組み合わせる様々な情報を入りやすくする。場合によっては、監査役会などもうまく使いながら、そういった情報を社外の方に適切につなぐ、指名委員会の方々につなぐというのが非常に重要な取組になってくるのではないかと思います。加えて、非常に難しいと思うのは、次のCEO、将来のCEOの資質や人選について、社内にいらっしゃれば、取締役会などで執行役員の方にプレゼンいただく等、ある程度接点を増やすこともできるかと思うのですが、例えば、社外の方々をCEOと呼ぶことになったときに、そういった外部の候補者の働きぶりについて、取締役会や指名委員会がどのように情報を捉えていくのか、ここは非常に重要なポイントではないかというふうに思っております。これは海外でも全く同じ状況で、実際に社外の方々とお話しすると、将来のCEOの方の候補者の選任のプロセスに関与している方々も意外とその方をよく存じ上げていないというようなケースもあったりする。やはり情報がいかに的確に届けられるか、それに基づいて的確な判断をするか、この情報に関する仕組みづくりをどうするかによって実行性が決まってくるのではないかと思います。このあ

たりも今後議論していく必要があると思うのですけれども、何か御感想があればお伺いできたらと思います。

(藤田日本CF0協会理事長)

コンプライ・オア・エクスプレインに関しては、全体感が極めて重要であると私も思います。といいますのは、コンプライ・オア・エクスプレインでやって、全てコンプライでいいかと。中身がどうなのか、会社の経営というのはそれぞれの会社で全部環境が違う、課題も違う、どういう方向に行こうとしているのかも違う、そういうことから、この会社が何を求めて、どういうことをやらねばならないかというような全体感を見ていく必要があります。ですから、個別の項目でマルかバツかという話ではない部分というのがある。ということで、先ほどおっしゃった御意見はそのとおりだと思います。

指名委員会で社長の解任とか選任とか評価をやるということに関して、肝は情報であるというお話がございました。まず、会社のCEOに求められる資質というのは、事実としては全ての会社で全部異なると思います。ある会社にはこういう資質のCEOがいる、しかし、同時に別の会社は全く違う資質を要求するということは、それはまさに会社の経営環境、方向、現状、課題の中から決められるべきでありますので、まず、社長の要件というのをしっかり決める。その人材が果たして社内にいるのかどうかということが非常に大切であって、それを社長が自ら決めるのではなくて、先ほどの指名委員会のメカニズムの中で判断をする。場合によっては、社内にはないということは十分にあり得ると思うのです。この経営の環境、あるいは会社の課題から見たら、残念ながら社内にはいない。それは普段の評価から判断をすることです。社内にはないということは社外に求めるということでもありますので、そういったことも十分にやっていくべきだろうと思いますが、今までは余りされていない。

それが、私が先ほど来申し上げた、経営人材の流動性をもっと高めるべきであるということ。それが結果的に日本の企業社会のレベルを上げていく。色々な意味で上げていくということにつながるということで、2番目の御質問につきまして私の意見を申し上げました。

(小林会長)

どうもありがとうございました。

それでは、次に参りたいと思います。

まず、金融庁より御説明をいただきます。10分程度でお願いいたします。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

お手元の資料3「コーポレートガバナンス改革の更なる深化に向けた取組みについて」を御紹介します。

1ページ目に、11月10日に発表いたしました、平成29年度の金融行政方針に掲げられている「金融上の課題の包括的検討」について、その全体像をお示ししております。

「金融を巡る環境の変化」とありますが、この背景として、新しい課題に遅れずに対応していくという問題意識があります。例えば、フィンテックの発展を考える際、どのようにイノベーションを阻害せずに、かつ、顧客保護を実現しながら対応していくかといったことが問題意識の1つ目です。

次に、金融だけにフォーカスするのではなく、国全体として最適な資金フロー、ファイナンスはどのようにあるべきか、どうすればよい均衡が実現するかといったホリスティッ

クでフォワードルッキングな視点からの検討が必要ではないかという問題意識を示しています。

先ほど藤田理事長のお話にもありましたが、全体として今までのデットを中心とした銀行によるデットガバナンスの世界があるわけですが、資本市場、上場企業を中心としたエクイティーガバナンスがアベノミクスの中で注目されており、このエクイティーガバナンスをどうやって効かせていくかという問題意識があります。

こうした中で、コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードの2つのコードを、資本市場のインフラとして整備し、その中での対話の質を高めていくという問題意識の下、今年の金融行政を進めていくべきではないかと考えています。

2ページの内容については、前回も御紹介しましたが、ステュワードシップ・コードが2014年2月に、コーポレートガバナンス・コードが2015年6月に策定され、ステュワードシップ・コードについては、2017年5月に改訂されました。

今年のテーマとしては、資本コストを意識した果敢な経営判断を促す観点から、対話のあり方やアセットオーナーの専門性の向上等の取組を中心に据えています。

先ほどのコンプライ・アンド・エクスプレインの話は、今回の2017年5月のステュワードシップ・コード改訂の中でも議論になっています。結論から申し上げますと、コンプライ・オア・エクスプレインという枠組み自体は維持し、原則を実施しつつ、あわせて必要に応じて自らの具体的な取組を積極的に説明していくということが有益ではないかと考えています。

コンプライ・オア・エクスプレインからコンプライ・アンド・エクスプレインに移っていくというよりは、コンプライ・オア・エクスプレインという枠組みは維持した上で、より説明、開示を充実させていくということが必要ではないかという観点からコンプライ・アンド・エクスプレインを捉えたらどうかといったところがステュワードシップ・コード改訂の中で議論されました。

最後に、今年、どのようにガバナンスに関する議論を進めているかという点について御紹介します。

上の四角にありますとおり、10月18日からコーポレートガバナンス改革の進捗状況の検証をフォローアップ会議で行っています。10月18日に1回目を行い、11月15日に2回目を開催しました。

その下に、議論の主な論点を載せています。本会合でも御指摘いただきました、資本コストに対する意識、果敢な経営判断という点が1番目のテーマです。

その上で、設備・人材・研究開発投資等が大事だということを確認し、企業の置かれている状況、業種、海外展開の有無、それまでの歴史などによって、おのずと解も様々であることから、それを投資家と企業の対話の中で議論していただくということが重要ではないかという議論が行われています。

また、本日の最初のプレゼンで藤田理事長からもありましたCEOの選解任についても、経営者の評価のあり方や、社外取締役の活用により、内向きの論理にならないようにどのように取組の強化を促していくかという点も課題になっています。

次に、4番目ですが、政策保有株式の問題を取り上げています。金融庁として、ここ数年間、3メガをはじめとする大手の金融機関に対して、リスク管理の観点も含めて政策保有株式の縮減を促している経緯が背景にあります。一方で、「保有している側」は売りたいと考えているが、なかなか売らせてもらえないといった声があります。このような点も含めてどのような対応が考えられるかという点が4番目のポイントです。

5番目のポイントは、先ほど藤田理事長、大場会長からもご指摘がありました、運用機

関による企業との対話の質にばらつきがあるということです。企業サイドに気づきをもたらすような対話はどうあるべきかということもポイントだと思います。

最後に、インベストメントチェーンの中で対話の質の向上が図られていくというメカニズムを確立するためには、企業年金をはじめとするアセットオーナーによるスチュワードシップ活動をどう促していくかという点です。また、企業年金は母体企業によって支えられていますので、その母体企業がどう企業年金を支えるべきかがテーマになっています。

最後にありますとおり、今後議論を深め、「ガイダンス」という形で余り大部にならないようにポイントを絞ってまとめたいと考えています。

(小林会長)

ありがとうございました。

それでは、続きまして、事務局より説明をしていただきます。

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示に向けた検討状況（中間報告）」とある資料をご覧ください。

この件は、企業の中長期的な価値の向上に向けて、企業と投資家の対話をどう促進していくかといった観点から、先ほど藤田理事長からも御指摘がございました通り、会社法上、金商法上、2つの異なる法定開示がある中で、投資家にとってのわかりやすさを維持した上で、会社にとっての必要以上の負担を解消しながら、より実質的に企業と投資家の間の対話に時間と労力をかけられるようにするという目的に向け、伊藤邦雄先生のもとで議論が始まっているところでございます。

去年の秋から年末にかけて、7つの企業からそれぞれの企業の中で実際にどう事業報告等や有価証券報告書を開示しているのか、その差が実際にどうなっているのか、その原因は何なのかについて対照表を作っていただき、それを関係省庁で分析して検討してまいりました。ここまでは今年3月10日の推進会合で一度御報告しております。

その後、関係省庁で検討を進め、各省からも、メインテーブルにお配りしている資料を出してもらい、検討しております。一番上の資料は経済産業省の資料ですが、記載時点や用語の統一、重複開示の解消等、色々な共通化への切り口があるのではないかとのご指摘があります。

ほかには、項目の大きくくり化に加え、類似項目の共通化、あるいは、他の書類で開示している情報を活用することができないか等、15個の開示項目について、共通化の御提案を経済産業省からいただいております。

別途、今度は金融庁、法務省作成の資料では、12個の案につきまして、どのような共通化の手法があり得るのか、どのような方向で共通化ができるのかまとめております。

例えば、時点について、有価証券報告書を総会前に提出すれば解消するのではないかと、あるいは、有価証券報告書の方が事業報告等よりもどちらかというと詳細なので、そちらのほうに記載を共通化すればよいのではないかとといった案を出していただいております。

続きまして、関係省庁で議論をしてまいりました案を産業界の方、投資家の方々にお示ししまして、意見をいただきました。

関係省庁で議論してまいりましたけれども、細かいところは別問題として、これからさらに詰めていかなければいけない主な点として、まず、どこまで共通化するのかという論点がございます。今の開示内容の見直しを行わない範囲で、しかし、極力項目内の共通化

をしていく。例えば、有価証券報告書では「従業員」という言葉を使っている、事業報告では「使用人」という言葉を使っているところ、統一ができないかとか、あるいは、2つ目のところでございますけれども、有価証券報告書の「事業の内容」という項目と「関係会社の状況」という項目、この中には関係会社の「名称」とか「事業の内容」は両方とも入っているので、どちらかにすればいいではないかという重複開示の解消という観点。さらには、今の新しい時代の流れの中で、例えば設備の状況とか営業所や工場、この中で色々な細かい記載内容が規定されていますけれども、特にサービス産業化が進みつつあるという中で、これらの項目の重要性が低い会社もあり得るので、そういった場合には任意化してはどうか。また、「株価の推移」は外部で開示されている情報なので、そこを改めて開示する必要があるのか。こういった論点をどこまで議論するのかという点です。

もう一つは、それらを共通化するとした場合に、どういう手段で共通化するのかという点です。この点につきましては、産業界からは、訴訟を起こされることのないよう、法令改正をしっかりと行い、法的な安定性を担保してほしい、あるいは、せめて当局からきちんとした公定解釈・ガイドラインの公表をしてほしいとの声がございます。こういった声に応えるため、例えば経団連の事業報告等のひな形を修正する等、幾つかの方法がございませぬけれども、これらをどういう組み合わせでやっていくのかといったところが論点になってございます。

各省からの色々な案に基づきまして、産業界、投資家の方々から意見をいただいております。まず、産業界からは、事業報告等、有価証券報告書の記載内容には差異がございませぬので、記載項目の共通化と、投資家のわかりやすさ、企業にとっての不必要な負担の軽減という観点から簡素化を進めるべきで、その中でも特に開示内容の見直しを伴わない項目については今すぐにでも進めてほしい、あるいは、相当大きな企業は社内リソースもあるわけですが、ベンチャー企業はなかなかバックオフィス業務に充てるリソースの余裕がないので、開示を効率化することで、本当に稼ぐ力を高めるための生産性向上に人を振り向けられるといった観点をぜひ考慮してほしいとの意見がございました。

それから、共通化や効率化を進めることによって、事業報告等と有価証券報告書を一組の開示書類として統合するということが、投資家にとってもみても企業側にとっても有益ではないか。それから、大は小を兼ねるということではなくて、個別の項目についてどのように共通化すべきかについてしっかりと議論をすべきではないかということでございます。

各論では、例えば1つ目のところで、有価証券報告書と事業報告等にそれぞれ重なったものがあれば、片方をもう片方で参照するという方法を取るとより簡潔になるのではないかと、連結中心の開示になる中で単体情報を開示する必要があるのかどうか。

それから、従業員も一部任意の記載にしてはどうかとか、設備、株主のところについて住所等の詳細な回答が必要かどうかといった意見をいただいております。

次に、投資家からいただいた意見を御紹介いたします。

投資家からは、やはりこの議論の全体の基軸は、対話促進による企業価値の創造なので、必要な開示はしっかりとやるべきであり、この作業によってくれぐれも日本の開示が後退したと見られないように注意すべきということ踏まえた上で、共通化・一本化には賛成するといった声や、開示の質を落とさないという前提で進めるべきだといった声があります。

それから、これは時点の問題ですが、今、プラクティスでは6月末の株主総会の後に出てきている有価証券報告書を、株主総会の前に出す努力をすべきではないかと、あるいは、大企業の株式に関しては別問題として、中小企業の株式に関しては十分な情報がないので、法定開示で十分な情報開示をきちんと担保してほしい。

事業報告、有価証券報告書、それぞれ別の目的があるので、目的の違いを念頭に置いた上でこの議論をすべき。

それから、色々な開示について柔軟に項目の順番を変えるという議論もありますけれども、一覧性の観点から、業界内で比較をする場合でも様式が整っていると比較がしやすいといった御意見もいただいております。

そういう中で、各論でございますけれども、産業界ご指摘の参照方式もあり得るけれども、他方、やはり紙媒体を使いながら、これ1冊あると全体がわかるといった包括性や比較可能性も大事だという議論がある一方、電子化が進んで検索が容易になれば、むしろ他の開示媒体を参照しやすくなるので、そういう技術革新も踏まえながらあり得べき開示の仕方というのを考えたらいいのではないかと。

連結中心の開示制度になっている点はその通りだけれども、単体の情報も必要な場合がある。例えば、現金がどこの国の子会社に帰属しているか単体情報で把握する必要があるとか、人に関する開示情報は、日本ではもっと充実させたほうがいいのか、設備の住所についても不要ではないかという意見もありますけれども、投資家の目から見ると、例えば何か災害があったときにサプライチェーンが大丈夫かどうかといったことを確認する意味でも、どこに工場があるのかといったことは知っておく必要があるし、粉飾のチェックという観点からも大事だといった声をいただいております。株価については、株価そのものというよりも、むしろ株価の推移について経営者がどう捉えているのかを知りたいという御意見とか、あるいは、統合・任意化を進める場合に記載が粗くならないか、情報の質が落ちないかといったことについて御心配の声をいただいております。

先述の産業界、投資家の方々からの御意見を踏まえまして、今、関係省庁で具体的な項目について議論を詰めているところでございます。年内に成案を得るべく作業をしておりますけれども、ぜひ小林会長をはじめ出席している皆様方から大きな方向性についてご指導をいただければと思っております。

なお、本日、金融庁、法務省、経済産業省が出席しておりますので、必要に応じて補足説明を質疑の中で行っていただければと思います。

(小林会長)

それでは、続きまして、経済産業省より御説明をお願いいたします。

(木村経済産業省大臣官房審議官(経済社会政策担当))

経済産業省でございます。提出資料に沿って簡単に御説明いたします。

まず、「企業の収益性の国際比較」についてご説明いたします。日本企業は欧米企業と比較いたしますと収益性の低い企業が多くなっております。具体的には、例えばROEで見ますと、日本の場合10%以下の企業が8割弱、それに対しまして米国では10%超の企業が7割弱という状況です。

そうした日本企業の低収益性の要因について見てまいります。売上高営業利益率で見た場合の10%未満のセグメントの割合は、日本企業の場合9割、米国企業の場合3割ということにして、日本企業は低収益セグメントを抱え込む傾向があり、これが全体の収益性を低下させている一因になっているのではないかと考えております。

「時価総額上位企業の日米比較」についてご説明いたします。2007年から2017年にかけての過去10年間における時価総額上位20社の時価総額の変化を見ますと、日本の場合、この間7%の減少になっているのに対しまして、米国では60%と大きく増加しています。

次に、この間、米国では上位企業の半分が入れ替わっており、そうした新興企業が全体

の伸びを大きく牽引している一方で、日本の場合ではこうした新陳代謝は米国ほど活発ではないという実態がございます。

「経営戦略におけるM&Aの意義」ということで、企業類型ごとに見ますと、M&Aは、大企業の場合ですと、「既存事業の規模・範囲の拡大」や「自社では成長が見込めない事業の早期売却」、新興・ベンチャー企業においては新規事業進出による経営の多角化、自社売却によるエグジット、事業承継といった様々な経営戦略を実現するための有効な手段となっております。

続いて、今、申し上げました、経営戦略を実現するための有効な手段であるM&Aの実態についてご説明いたします。日本企業につきましては、海外企業の買収は足元で増加しておりますが、日米の経済規模の違いを考慮しましても全体で見ますとまだまだ件数は限定的というのが現状です。

ベンチャー企業のエグジットの手段としてもM&Aはそれほど活用されておられません。具体的には2015年で見ますと、日本の場合7%がM&Aですが、それに対比いたしまして米国では80%がM&Aですので、差は歴然です。こうしたことが我が国において新陳代謝が進まない一因であるという指摘もあるところです。

次、TOBIによるM&Aにおける各国の比較をお示ししています。我が国におきましては株式が対価として用いられた実績はほとんどありません。また、取引の規模自体も比較的小さなものにとどまっております。

このように株式が対価とされない要因は、株式対価としたM&Aを行った場合に発生する譲渡益課税ではないかと考えられておりまして、このことが我が国のM&Aの制約となっているという指摘もあります。

次に、一つの事例として半導体分野におけるM&Aの動きを整理しています。近年、この分野では大規模なM&Aが行われており、日本企業による買収のケースでは株式が対価として使われず、その結果、規模も比較的小さくなるという傾向があります。

そうした問題意識の中で、事業再編の円滑化に向けた取組の一つとして、成長戦略の中でも株式を活用した再編の促進策を含めまして、大胆な事業再編を促進するための方策について、来年度を目途に必要な制度的対応を講ずる、と閣議決定されております。

それを受ける形で、経済産業省では、平成30年度の税制改正要望におきまして、自社株を対価とする事業買収につきまして、その実施の円滑化を図りますために、株式譲渡益及び譲渡所得に係る課税繰延措置を創設することを要望しております。これが実現されることにより、株式対価M&Aを用いることで実現できます非連続的な成長を後押ししていきたいと考えております。御理解を賜ればと思います。

(小林会長)

それでは、あと20分から25分ございますので、質疑応答に入りたいと思います。  
どうぞ、青さん。

(青東京証券取引所執行役員)

まず、経済産業省ご指摘のM&Aを含めた事業再編の活発化という点につきましては、ぜひ前向きに進めていくことが重要かと思っております。

そのときに下支えになるものが、資本コストに対する意識でございますので、そこにしっかりと重点を置いていくということと、大胆な経営を行うためには、それを支えるガバナンスのシステム、特に指名委員会等が重要になってきますので、そこについても強調することが大事ではないかと考えます。

それから、開示の関係ですけれども、金融商品取引法と会社法で2つあるほか適時開示もございますので、重複感があるということは否めないと考えております。一元化すること、あるいは共通化することで合理的にしていくということについては全く異論がないと考えている一方で、内容を減らしていくというような話に関しては、内外の投資家からどう見えるかということ意識する必要があると思います。例えば開示全体について、欧米よりも日本のほうが見劣りしているという印象を海外投資家から持たれておりますし、これまでの見直しの中で対話を促進するためにはありますけれども、情報量が減ったり、情報を出すタイミングが遅くなったりしている点について、内外の投資家から批判もございますので、そこは企業のニーズと投資家の声の双方を十分に考えながら適切どころに持っていくことが大事だと思います。

それから、もう一点、ベンチャー企業と中小企業につきましては、リソースが十分ではないという面はおっしゃるとおりで、十分に配慮する必要がある一方で、まだ企業が成長過程にあり、企業の状況が刻一刻と変わっていくような場合、将来性を見るには情報が十分に出ていないと評価できませんし、投資リスクも考えるとむしろ詳細な開示が必要という側面もあると思います。

とりわけ日本のマーケットにおいては、新興企業に投資している方は個人の方が多いので、投資家の保護という点も十分に考慮しながら適切どころに投資を促していくことが必要ではないかと考えます。

(小林会長)

ほかにございますか。

伊藤先生、どうぞ。

(伊藤一橋大学大学院商学研究科教授)

一体的開示のテーマにつき、先ほど広瀬次長からも御紹介があったように、何のためにこの議論をしているのかという狙いを再確認する必要があると思います。この議論は、欧米のキャッチアップではなくて対話先進国になろうという思いから、そういうビジョンを確認しながらこの議論を進めてきたと思います。

言いかえれば、総合的、統合的に開示全体を見直していこうということ、あるいは、効率的かつ効果的な開示に変えていくという、そういう見直しをしようということだったと思います。

具体的には、先ほども御紹介いただいたように12項目の重複とか用語の統一、これは関係省庁の皆さん、関係者の皆さんの努力はもちろん迅速に行っていくべきだと思います。

先ほどの狙いを実現、貫徹するには、その第2段階、つまり、産業界からも寄せていただきましたけれども、「最終的には事業報告と有価証券報告書を一組の開示書類として統合されることが」という、「最終的に」というのをどう捉えるかという問題はありますけれども、つまり、この議論の行く先といいたいまいしょうか、あるべき姿の絵姿を共有せずに、手前の用語の統一と重複だけ議論していても、それをなし遂げたとしても、大変失礼な言い方ですけれども、投資家から日本の開示は良く変わったというようには評価せず、当然という評価にとどまるおそれがあります。早く第2ステップの議論に進むためにも、もちろん細かい議論はありますけれども、やはり骨太のところでは全体的な一体的な開示というのはこういうものだという絵姿の共有を早くすべきだと思っております。

(小林会長)

ほかにございますか。

藤井さん、どうぞ。

(藤井内閣官房参与)

今の議論に私も賛成でございます。まず、開示の重複を削除していくというのは、我々の議論の中で、開示疲れが企業活動を疲弊させているという認識が共有されていたと思うのです。今回のこの会議での出発点は、「今、実質的には変わりがないけれども、コストを縮減するということに大きな意味がある」ということで、少なくともこの点については誰もが合意できることになったので、それをやろうということだったと思います。

もう一つあった議論が、過剰なショートターミズムを促進する開示というのはいかなるものかという議論だったかと思えます。

開示の任意性を高めていって、業界によって不要な開示の条件も違うだろうし、そこで開示すべきものを開示しない会社が淘汰されていくような仕組みの構築も含め、業界のそれぞれの個別性も踏まえた上で開示の任意性を一定程度高めることで、ショートターミズムの加速を回避すべきだという議論があったと思います。

いずれにしても、ROEやROA等も含めて収益性をどんどん高めていって、長期的な投資並びに賃金を上げて、本当に強靱な強い企業を作っていくことが最終目的だと思いますので、それに向けた開示のあり方、並びに運用の仕方を議論していくことが必要です。その中でとりわけ重要なキーワードの少なくとも一つかもしれませんけれども、あるいは最もと言ってもいいのかもしれませんが、「ショートターミズムに対する対応」があると思います。ついてはその点をしっかりと踏まえたいと改めて思います。

(小林会長)

どうぞ、江良さん。

(江良ブラックロック・ジャパン運用部門インベストメント・スチュワードシップ部長)

まず、一体開示の点については、伊藤先生含めて御意見に賛同ございまして、全体感といいますか、何のためにやっているのか、その方向性をきちんと示すということが国内外の投資家からの理解を得るといった観点からも極めて重要だと思っております。今回、各省庁間において多大なる御努力をいただいておりますが、ぜひこの活動は引き続き進めていただいて、よりよい姿になればよいと思っております。

二点目が、経済産業省様よりご説明いただいたM&Aの促進についてですが、M&Aを経営の戦略として有効活用していくというのは極めて重要な論点かと思っておりますので、経営の選択肢を広げるというオプションについては、ぜひ進めていただければよいのかなと思っております。

最後に、金融庁様から御説明いただいた、機関投資家と企業との対話の際のガイダンスの作成を今後目指されていくという点について、本日の資料に記載いただいた論点を中心にガイダンスを議論されるということですが、その議論に当たって幾つかコメントがございます。まず1つは、これらの論点はそれぞれ非常に重要です。ただ、重要であるがゆえに、対話を通じた解決もなかなか時間もかかるし、簡単ではないということ踏まえて御議論いただければと思います。企業の個別性、事業特性、歴史等を踏まえて議論しなければ、表層的な議論にとどまってしまう、企業に対しても説得力ある投資家の意見とは見なされません。また、下手をすると対話がかみ合わなくなってしまうリスクもありますので、繰

り返しとなりますが、これら論点について議論することは簡単ではないと御理解いただく必要があると思います。

2点目は、藤田様からご指摘いただいた点ですが、投資家は多様であるという点についても、ご理解いただければと思います。アクティブファンドもあれば、パッシブファンドもあって、アクティブの中でも、例えば保有銘柄数が数銘柄から数百、パッシブになると数千というような世界で、保有銘柄数も違えば保有の時間軸も違う、それぞれ異なった視点や考え方に基づいて投資をしている。それぞれの運用指標の特徴によって、対話において出来ることと出来ないこと、あるいは、対話をしたいことや、対話をしやすい事項・対象企業についても多様性があることが自然だと考えております。こういった様々な運用スタイルの特徴、多様性を踏まえて、それぞれ投資家が、得意なことを優先することできちんと議論しやすくする、投資や対話の多様性を重視して議論を進めていくことが大事だと思います。

したがって、投資家と呼んで十把一からげにするのではなくて、多様性を生かす、損なわないようにするという観点から、ガイダンスという言葉がひとり歩きしないように留意いただければと思います。全ての投資家を実施しなければいけないようなチェックボックスみたいな形で使われることにならないように、細心の注意を持って御議論いただければありがたいと思います。

最後にインベストメントチェーンについても非常に重要な論点だと思っておりますが、現在、対話等のスチュワードシップ活動に対するモニタリングの強化に関する議論が中心になっていると思います。今後は、モニタリングのあり方も御議論いただくと同時に、実際に対話を行う投資家、運用会社の実務担当者が実効性ある対話をより実施しやすくなるような環境がどうあるべきなのか、このような点についても議論をいただけるとありがたいかなと思っております。

その観点から、活動に関する情報開示も含めたスチュワードシップ活動に対するモニタリングのあり方、また活動に関するコスト負担のあり方、このような論点は極めて重要なポイントだと思いますので、実務動向を調査した上で丁寧に御議論いただければと思っております。

(小林会長)

ありがとうございました。

伊藤先生、どうぞ。

(伊藤一橋大学大学院商学研究科教授)

関連して、今、江良さんが触れられた機関投資家と企業との対話の際のガイダンスについて申し上げます。今年の5月29日に価値協創ガイダンスを日本語と英語で公表し、海外の投資家あるいは国際統合報告協議会（IIRC）のCEOと話したところ、大変評価をいただいております。かつ、日本企業の経営者でそのガイダンスを読んだ方からは、これを使いたいという声、投資家からは、これは秘伝のたれが入っているとの声をいただいております。新たなガイダンスを作るのは結構だと思いますけれども、海外から見て沢山ガイダンスが出てきているという印象は回避しないといけないと思います。

ですから、既存のガイダンス等を補完するようなガイダンスを作るというのは結構なことだと思いますけれども、そういう全体感も持ちながらこういったことも進めていく必要があるかと思っております。

(小林会長)

ありがとうございました。

それでは、先ほどの一体的開示の関係で各省庁からほかに御意見ございますか。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

伊藤先生・江良さんからお話がありましたフォローアップ会議の「ガイダンス」については、項目やポイントを絞って、余り形式的にならないものにしたいと考えています。項目やポイントを絞るという意味では、今伊藤先生から御指摘いただいた「価値協創ガイダンス」とは相当違う内容になると思いますが、伊藤先生の御指摘も受けとめながらやっていきたいと思っています。

また、一体的開示の件について2点申し上げます。

1つは、提出資料にも載せましたが、資本市場全体の規律なり対話のメカニズムをいかに良くしていくかという基本的方向性は共有しています。従来のデットガバナンスだけでなく、キャピタルマーケットのガバナンスの重要性が高まる中で、全体感として開示はどうあるべきなのかという問題意識も底流で確認しながら、この問題を進めていかなければいけないと思っています。

その上であわせて、スピード感も非常に大事だと思っています。先ほど広瀬次長から御紹介いただきました12項目の中には、府令の改正項目もあり、既にパブリックコメントを始めているところです。大きな全体感とスピード感をあわせながらやっていければと思います。

(小林会長)

ほかにございますか。

経済産業省はいかがでしょうか。

(木村経済産業省大臣官房審議官(経済社会政策担当))

今日も議論ございましたけれども、まず、この議論の出発点として企業の持続的な成長を実現していくためには、企業と投資家の方々の対話を促進していくことが重要である。その観点から、非財務情報も含めまして開示の実質的な充実を図っていくことが必要。ただ、その場合、増やす一方向になりますと企業の負担も大きくなりますので、そうした問題意識のもとで投資家の方々の御理解もいただきながら、充実すべきところは充実する一方で、合理化すべきところは合理化するという考え方で関係省庁とともに開示制度の効率化に向けた見直しに取り組んできているところでございます。

この先、企業が様々な自社の工夫によりまして、投資家の方々が期待される企業の全体像も含めた開示を実質的に充実していかれるように柔軟な考え方で、形式的になっているような部分を見直していくことが重要ではないかと考えてございます。

いずれにいたしましても、12月の段階で企業、あるいは投資家の双方にとって、取組全体の進展をわかりやすくお示しすることが大事であるというふうに考えてございますので、経済産業省としてもしっかりと汗をかいていきたいと考えてございます。

(小林会長)

どうぞ、糟谷さん。

(糟谷日本経済再生総合事務局長代理補)

伊藤先生からお話がありました事業報告等と有価証券報告書を一体化する点について、産業界の一部に、事業報告等は株主総会の決議につながるの、ここに万一誤りがあると総会決議の無効訴訟につながる、したがって、有価証券報告書との一体化がなかなか困難だという声を聞いたことがあります。

それは会社法の立てつけにもよるもので、海外の裁判所はそういう訴えについて、余りにも形式的な点は裁判所が中身に立ち入らずに訴えを却下する。ところが、日本の裁判所は必ず中身の審査を行うので、最後は勝つにしても、訴えられたときの企業側の負担が相当大きい。色々な株主が様々な訴えを起こされる中で、そういった点も国際的にハーモナイズしてもらわないと、一体化だけ進められてもなかなか困るという話を聞いたことがありますので、その辺も含めて考えていかないといけない話だという気がいたしました。

(小林会長)

伊藤先生、どうぞ。

(伊藤一橋大学大学院商学研究科教授)

これから色々デザインしていく必要があると思いますけれども、それぞれの報告書は目的が、あるいは理念も含めて違う点が当然あるという議論になる。事業報告等は基本的には株主総会で議決するための情報だということを忘れてはならない点は、間違いないと思います。

ですから、一体的開示の絵姿として、事業報告等の内容を増やすのではなくて、事業報告等の情報パッケージが、その後の情報開示に生きていくような、そういう形で充実していくということであれば、企業側の作成負担コストが二重になるという意識は随分薄れると思います。作ったものが生かされずに、また違うものを作らされると負担感につながっていると思いますので、将来の絵姿として、各制度の目的・理念・狙いは踏まえた上で、効率的で効果的な一体開示を模索するべきだと思います。

(糟谷日本経済再生総合事務局長代理補)

おっしゃるように、開示の内容を減らすことが目的ではないと思います。他方で、その方が例に挙げておられたのは、子会社の従業員の状況を全部集めて有価証券報告書では開示をしている。ところが、これは子会社に連絡して言い値をそのまま書いただけだということです。その信憑性も確認できていないのに、それをもとに訴えられて問題になったらどうするのだとか、そういう点に日本企業は非常に真面目ですので、そのあたりも含めて一個一個について議論していく必要があるという気がいたします。

(小林会長)

その辺に関しては、法務省さん、何か一言ございますか。

(筒井法務省大臣官房審議官)

事業報告等の不備等の招集の手続の瑕疵は基本的に株主総会の決議の取消事由でございまして、制度上は株主総会の決議の取消訴訟においても裁量で棄却できるということにはなっておりますけれども、運用にかかわる部分の問題の御指摘をいただいたものと受けとめております。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

人に関する情報の関係につきましては、企業負担の話など、今御紹介いただいた点がある一方で、アナリストの側からは、広瀬次長からも御紹介がありましたとおり、むしろ今は、人に関する情報についてのより充実した開示が求められているのではないかとの声もあります。今御紹介いただきましたような企業負担も考えられますが、逆に、全体の中で人件費をトータルとしてどの程度払っているか、これを連結ベースで把握できないといった指摘もありまして、まさにそのような個別の課題についてどのように解を見つけていくかを議論していくものと考えております。

(小林会長)

ほかにございますでしょうか。よろしいですか。

それでは、これをもってまとめに入りたいと思います。

本日も極めて熱心な御議論をいただきまして、ありがとうございます。特に藤田理事長のプレゼンテーションでは、攻めの経営を実現する観点から、取締役会の監督機能・意思決定機能の重要性、経営陣の選解任・後継者計画の策定といった項目に関して、社外取締役を主体とする指名委員会の活用など、客観性・実効性のあるプロセスを確保することの意義などを明らかにしていただきました。

ここでこれまでの2回にわたる議論の成果を総括したいと思います。日本企業の純利益は過去最高を更新する一方で、海外企業と比較した場合、未だに資本効率で見た稼ぐ力は低水準で推移しています。この原因として、設備・人材・研究開発投資が低水準に甘んじ、中長期的な企業価値の向上に向けた投資が必ずしも十分でないということや、積極果敢なポートフォリオの転換や新陳代謝が進まないために低収益な事業を抱え込み続けていることが事実として挙げられると思います。日本企業の中長期的な企業価値の向上に向け、グローバルな視点から見て遜色のない生産性向上を実現するために取り組むべきこととして、以下の項目が挙げられるかと思えます。

まず、企業による投資を加速するために、利益を上げているにもかかわらず、投資に必ずしも前向きでない企業へのアプローチを含め、大胆な政策対応を検討していくこと。

企業の側でも、現預金の形での内部留保の活用のあり方などにつき説明責任を果たしていくこと。

経営者に適切なインセンティブが付与されるように、指名・報酬委員会の設置等を含めて、CEOの選解任あるいは後継者計画などのプロセスを確立すること。

株式を活用した大胆な事業再編を含め、事業ポートフォリオの見直しに係る企業の取組を促進し、新陳代謝を後押しするための政策対応を検討していくこと。

明日、未来投資会議が開催されますので、以上のような点を報告してまいりたいと思っております。

また、一体的開示に関しては、関係省庁の作業や議論も着実に進んでいるわけですが、まだまだ残された論点も少なくないのが現状です。

伊藤先生からも御指摘がありましたように、一体的開示というものの基本的なあるべき姿といいますか、対話先進国になるための基本的な考え方の整理があらためて重要ではないか。藤井さんからはショートターミズムに対する配慮の必要性を御指摘いただきました。

一方では海外の開示水準、あるいは内外の投資家の意見も含め、グローバルスタンダードへの対応も重要です。キーワードは、スピード感、簡素さ、こういうことではないでしょうか。

会社法、金融商品取引法、それぞれ制度や目的が違い、これまでの経緯もありますが、

2つの年次開示が併存しているという日本特有の制度を共通化・一本化して、投資家にとってもよりわかりやすい開示を実現してほしいというニーズもあるわけです。企業において重複的な作業が生じていることによる時間的な制約により、投資家との対話に十分な時間と労力が割けないという事態を避けるためにも、こういった現状に対する対応が重要かと思われま

す。関係省庁におかれましては、本年末までに、先例にとられない思い切った改革の案を取りまとめられるよう、作業を加速していただければと思います。

最後に、事務局より連絡事項がありましたらお願いいたします。

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

それでは、ほかに御発言がなければ、これで本日の議論は終了させていただきます。

13時から、本日の会議の中身につきまして事務局からプレスにブリーフィングいたします。ブリーフィングにおきましては、原則、参加者の皆様方の御発言についてはお名前を伏せることといたしますけれども、後日、発言者の確認を経た上で議事要旨を公開したいと思っておりますので、御協力をよろしくお願いいたします。

それでは、これで終了させていただきます。