

3/10 第 5 回未来投資会議構造改革徹底推進会合

「企業関連制度改革・産業構造改革—長期投資と大胆な再編の 促進」会合

(開催要領)

1. 開催日時：2016 年 3 月 10 日（金） 15:00～16:30
2. 場 所：合同庁舎第 4 号館 12 階共用 1208 特別会議室
3. 出席者：
越智 隆雄 内閣府副大臣
武村 展英 内閣府政務官

小林 喜光 公益社団法人経済同友会代表幹事
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・チーム責任者
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
佐久間 総一郎 一般社団法人日本経済団体連合会経済法規委員会企画部会長
静 正樹 株式会社東京証券取引所取締役専務執行役員
原 丈人 内閣府参与、アライアンス・フォーラム財団代表
堀江 貞之 株式会社野村総合研究所上席研究員
御代川 善朗 アステラス製薬株式会社代表取締役副社長

大野 弘道 味の素株式会社取締役常務執行役員

(議事次第)

- 開 会
1. 関係省庁等による取組の説明
 2. 自由討議
- 閉 会

(配布資料)

- 第 5 回会合の議論参加者
 - 法務省提出資料
 - 株式会社東京証券取引所提出資料
 - 金融庁提出資料
 - 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5回「未来投資会議構造改革徹底推進会合『企業関連制度改革・産業構造改革—長期投資と大胆な再編の促進』会合」を開催いたします。

本日は、武村大臣政務官に御出席をいただいております。

また、民間企業から、味の素株式会社の大野執行役員に御出席をいただいております。

時間も限られておりますので、失礼ながらその他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で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6までがございます。また、資料番号がございませんけれども、原内閣府参与からの資料も配付させていただいております。

なお、会議中、御発言される場合には、お手元のパネル上で赤いマイクのスイッチを入れてからお話いただけますようお願いいたします。

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)

それでは、議事に入ります。

1月27日に開催された第4回の未来投資会議におきまして、私から、それまでの4回にわたる本会合の議論の報告を行いました。その際、総理から、「第4次産業革命が急速に進む中で、大胆な経営判断の遅れは致命傷になりかねない。今こそ稼ぐ力の向上に向けたコーポレートガバナンス改革を形式から実質へと粘り強く進めていかなければならない」との決意の表明がございました。

そして、そのために直ちに政策を具体化するよう指示をいただきました。このことを踏まえ、本会合では引き続き持続的な成長を通じた中長期的な企業価値の向上に向けた方策につきまして議論を行ってまいります。

本日は、企業と投資家の建設的な対話の促進、経営システムの強化という2つのテーマにつきまして議論を行います。

まず、関係省庁等における取組について御説明をいただいた後、御出席の皆様を交えて議論を行います。

それでは、最初に法務省より御説明をいただきます。5分程度でお願いします。

(金子法務省大臣官房審議官)

資料2-1と資料2-2を用います。

本年2月9日に、法務大臣から法制審議会に対し、会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する諮問が行われました。諮問事項が、資料2-1でございます。

「近年における社会経済情勢の変化等に鑑み、株主総会に関する手続の合理化や、役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備、社債の管理の在り方の見直し、社外取締役を置くことの義務付けなど、企業統治等に関する規律の見直しの要否を検討の上、当該規律の見直しを要する場合にはその要綱を示されたい。」というものでございます。

この諮問に至りました経緯について御説明いたします。資料2-2を御覧ください。この会合の第2回におきまして、平成26年改正会社法の改正事項の概要について御説明しましたが、会社法の一部を改正する法律が平成26年6月に成立し、平成27年5月から施行されています。この改正法の附則第25条において、「政府は、この法律の施行後2年を経過した場合において、社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し、企業統治に係る制度の在り方について検討を加え、必要があると認めるときは、その結果に基づいて、社外取締役を置くことの義務付け等所要の措置を講じるものとする。」と定めら

れています。

今年の5月で改正後2年が経過しますので、まずこの附則に記された宿題について検討する必要があります。

また、この他にも、現在、会社法制について幾つか検討課題が指摘されております。そこで、附則に盛り込まれていた社外取締役を置くことの義務付けの要否のほか、これから御説明させていただく検討課題等を調査審議するため、今回の諮問に至ったという次第でございます。

「主な検討課題」として想定しているものについて、まず、1の「株主総会に関する手続の合理化」のところですが、事業報告等の株主総会資料の電子提供制度の新設と、株主提案権の濫用的な行使を制限するための措置の整備でございます。

株主総会資料の電子提供について、現行法上、事業報告等の株主総会資料は原則として書面により提供しなければならないこととされております。現行法上も一定の要件を満たす場合には、電磁的方法による提供制度及びウェブ開示によるみなし提供制度により、株主総会資料を、インターネット等を用いた方法により提供することができます。

しかし、株主総会資料の電磁的方法による提供には株主の個別の承諾を得る必要があることなど、幾つかの理由から、現行制度の下では、株主総会資料についてインターネットを活用した提供を促進することに限界があるという指摘がされております。株主総会資料の提供にインターネットを活用することができれば、会社における印刷及び郵送の費用の削減だけでなく、印刷及び郵送が不要となった分、株主に対して早期に充実した情報を提供することができると考えられます。

そこで、株主の個別の承諾を得ることを要せずに、インターネットを活用して事業報告等の株主総会資料を株主に提供することを可能とするための制度を新設することについて検討する必要があります。

次に、株主提案権の濫用的な行使についてですが、近年、一人の株主が膨大な数の議案を提案するなどの株主提案権の濫用事例が見られます。裁判例において、一定の場合に株主提案権の行使が権利濫用に該当することが認められておりますが、実務上は、会社の側において、株主提案権の行使が権利濫用に該当するとして拒否することには慎重にならざるを得ないという指摘があります。

そこで、株主提案権の濫用的な行使によって株主総会における審議等に時間が無駄に割かれ、株主総会の意思決定機関としての機能が害されることなどを踏まえ、株主提案権の濫用的な行使を制限するための措置の整備について検討する必要があります。

次に、2の「役員に適切なインセンティブを付与するための規律の整備」についてですが、ここでは3つ掲げております。

役員報酬に関する規律については、株主総会の決議によって取締役の報酬の総額の上限を定めた上で、各取締役の報酬の額の決定を取締役に委任した後は、この上限を変更する必要のない限り、再度株主総会の決議を得る必要がないと解釈されておりますが、このような規律の当否についても指摘があるところです。また、取締役の報酬が取締役の動機付けの手段として相当なものとなっていることを担保するための仕組みがないといった指摘もございます。そこで、役員報酬に関する規律の見直しについて検討する必要があります。

次に、会社補償です。ここで会社補償というのは、役員に対する責任追及等に関して役員が要した費用等を株主会社が補償することをいいますが、会社の業務が高度に複雑化した現在の状況に鑑みると、優秀な人材を確保するとともに、役員に適切なインセンティブを付与し、役員が過度にリスクを回避することがないようにするために会社補償を利用す

ることが考えられるという指摘がございます。

また、会社役員賠償責任保険、いわゆるD&O保険と呼ばれるものですが、会社補償と同様、役員に適切なインセンティブを付与するための一つ的手段として位置付けられます。

もともと、このような保険につきましては、会社が保険料を負担することにより役員を過度に保護する内容の保険契約が締結されるおそれがあるという構造上の利益相反の問題等がございます。

そこで、現在の会社法には会社補償及びD&O保険に関する規定が設けられていないため、会社補償に関する規律の整備、D&O保険に関する規律の整備について検討する必要があります。

3の「社債の管理の在り方の見直し」は、時間の関係で説明を略させていただきます。

4の「社外取締役を置くことの義務付け」については、本会合の第2回会議におきましても御説明しましたが、改正法の施行後の東京証券取引所の全上場会社における社外取締役の選任比率は平成27年度において87.3%、平成28年度においては95.8%となっており、上場会社における社外取締役の導入が確実に進んできております。

そこで、このような社外取締役の選任状況、その他の社会経済情勢の変化等を勘案し、社外取締役を置くことの義務付け等の措置を講ずるかどうかについて検討する必要があります。

簡単ではございますが、「会社法制の見直しに関する諮問の概要」の説明は以上でございます。

(小林会長)

続きまして株式会社東京証券取引所より御説明をいただきます。5分程度でお願いします。

(静取締役専務執行役員)

資料3で御説明を申し上げます。

昨年の政府の成長戦略におきましては、企業価値の向上のための建設的な対話を促進するという一方で、日本経済を牽引する上場会社が直面しております3つの制度開示、すなわち事業報告書、有価証券報告書、そして私どもの決算短信でございますけれども、これらの3つについて順次見直すということが宣言されていたわけでございます。

そこで、まずは第1弾といたしまして、この3月の決算期から私ども取引所におきまして決算短信の見直しを実施することとしておりますので、本日はその骨子を御紹介させていただきます。

今回の見直しは、大きく分けて2つの柱がございます。

1つ目でございますけれども、決算短信の様式につきまして、その自由度を高めつつ、「速報」という本来の役割に特化していくという趣旨の改正でございます。これにより、開示の効率化を図りまして、建設的な対話を促進するという趣旨でございます。

このための見直しとして、4点ほど行います。もともと決算短信は本体に当たる「サマリー情報」という1枚の紙と、その下にある添付資料で構成されているわけでございますけれども、まず1点目の見直しは、その本体に当たるサマリー情報についてのものがございます。

これまでは私どもで所定の様式を8種類ほど定めまして、そのどれかを使用するという義務づけをしてきたわけでございますけれども、その使用強制を撤廃して参考様式といたします。これにより、各上場会社が効率化のために創意工夫する余地を拡大するというこ

とでございます。

2つ目でございますが、こちらは決算短信の添付資料についてです。これまではかなり多岐にわたる情報を添付するように要請していたわけでございますけれども、その全てにつきまして、いわゆる速報性を重視するという観点から要否を再検討いたします。

その結果、添付資料につきましては、今後、速報性を要する資料だけに限定するという趣旨で、具体的には「財務諸表」、そして「経営成績等の概況」、これはいわば経営成績や財政状態についての説明でございますけれども、これらの2つに原則として限定し、他の情報は不要という扱いにいたします。

なお、不要とした情報の中に「経営方針」がありますが、こちらは対話の材料となるということで、なくすことはせず有価証券報告書に移管いたします。

3点目でございますが、添付資料のうち「財務諸表」についてのものでございます。これまで決算短信の本体と同時に開示をしていただくことにしていたのでございますが、財務諸表の開示の時期を柔軟化いたしまして、決算短信本体とは切り離して決算発表の後に開示することも条件次第では認めることにします。

4点目は、決算発表そのものについての見直しでございます。現在でも、決算発表の日までに監査を完了する必要はありませんが、このことを改めて周知をいたしまして速報性を高めたいという改正でございます。これまでも、決算発表に監査の完了は不要だったわけでございますが、実際には上場会社の4割程度が監査の完了を待ってから決算発表しているという実態がございますので、こういった会社にさらなる迅速な開示を促したいということでございます。

以上の4点につきましては、金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの提言を受けた形で進めてきたものでございます。

2つ目の柱は、決算短信で開示をされております業績予想について見直しをするというものでございます。業績予想につきましては、実際の開示例を列挙して例示することとしたいと思います。狙いは、このことによって業績予想開示のさらなる多様化を後押し、もって建設的な対話を促進したいということでございます。

この点につきまして、下に書いてありますけれども、アメリカではかつて直近四半期業績といまして、3カ月先の業績を会社が予想するという慣行がはやった時期があったのですが、この慣行が短期主義を招いたという議論もございまして、現在ではアメリカでも1年先の通期業績を予想するという形態に徐々に移行してきております。

一方、日本を見ますと、かつて半年で決算をしていた時代があったことの名残がございまして、半期先の業績、6カ月後業績ですね。それから、1年先の通期業績、この2つの予想を開示するという会社が今でも8割程度あり、主流でございます。

しかしながら、中にはアメリカの流れを意識して、通期業績予想一本に移行するという会社も増加中で、今1割強程度になってきております。

そこで、今回はそうした会社の例を含め、業績予想の開示例を列挙することによりまして、これまでと違う開示をしたいという希望を持っていらっしゃる会社を後押しすることにしたということでございます。この見直しは、この構造改革徹底推進会合での議論を踏まえたものとなっております。

以上がこの3月期から実施をいたします決算短信・四半期決算短信の見直しの概要でございますけれども、この見直しが建設的な対話の促進、中長期的な企業価値の向上、ひいては我が国経済の再生の一助となることを期待している次第でございます。

(小林会長)

続きまして金融庁より御説明をお願いいたします。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

資料4-1を使いまして御説明させていただきます。

いただいたテーマが2つございまして、1つは株式等の高速取引への対応やフェア・ディスクロージャー・ルールの導入等を内容とする金融商品取引法改正案関係の御紹介、それからもう1つが一体的開示に向けた検討の進捗状況です。

まず前半の金融商品取引法改正案ですが、1ページにありますようにこの改正案は3つの柱からなっております。株式等の高速取引への対応、真ん中の取引所グループの業務範囲の柔軟化、それからフェア・ディスクロージャー・ルールの導入です。ちょうど3月3日に閣議決定しまして同日国会提出したところです。

2ページでございます。この会合でも御紹介いたしました、株式等の取引の高速化への対応です。東証の全取引に占める、 कोरोケーションエリアからの取引のシェアが、注文件数ベースで70%、約定ベースでは40%程度となっているという、高速取引の影響力の増大に鑑み、欧州の動向も踏まえながら登録制を導入するものです。

具体的には3ページですが、登録制の内容といたしましては、取引システムの適正な管理・運営、適切な業務運営体制の確保などの体制整備・リスク管理に係る措置、それから届出事項など当局に対する情報提供等に係る措置などを手当するものです。

改正案のもう1つの柱はフェア・ディスクロージャー・ルールの導入であり、これもこの会合の場で御議論いただいた論点です。

4ページにありますように、未公表の決算情報などの重要な情報を証券アナリスト等に提供した場合、他の投資家にも公平に情報提供することを求めるというものです。

4ページの最後にありますように、このルールによって、個人を含む全ての投資家が安心して取引できる市場環境を整備するというのと、この場でも御議論いただいております短期主義との関係で、「早耳情報」に基づく短期的な売買ではなく、公平に開示された情報に基づき、中長期的な視点からの企業評価に基づく投資を促すというものです。

5ページで、その概要を御紹介させていただければと思います。企業のIR部門が中央にございます。これらの方々が証券アナリスト等に対し未公表の決算情報などを伝達した場合には、右斜め上にございますけれども、それらの情報をその他の投資家にもホームページなどを通じて速やかに公表していただくというルールです。

中央の矢印の箇所を括弧のように、企業戦略に対する対話、工場見学での説明などは基本的にルールの対象外です。また、このルールのエンフォースメントの手法としましては、公表がなされない場合、まずは公表することを促します。それでも適切な対応がとられない場合は、行政的な対応に移行するという枠組みになっております。

6ページ目は、フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースの報告でございますので割愛させていただきます。次に、この場でも議論になりましたインサイダー取引規制との関係の整理を簡潔に御紹介させていただきます。

7ページ目の右側ですけれども、インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と、このフェア・ディスクロージャー・ルールにおいて管理すべき情報の範囲をどのように考えればいいのか。企業の方からもお問い合わせをいただいております。

この点につきまして、現在のインサイダー取引規制については、軽微基準に係る情報を除いた情報が規制の対象になっているわけですが、以前この場でも御紹介したとおり、このフェア・ディスクロージャー・ルールを導入する契機となった事件を考えますと、中央

にあります財務情報のように、インサイダー取引規制の対象となる重要事実だけでは足りない部分が出てくる。このことをどうすべきかという問題でございます。

そこで、左にありますように、企業はその実情に応じ、次の3つのいずれかの方法により情報管理した上で、投資家との間でプラクティスを積み上げていただくことで良いということを確認しております。

1つ目は、グローバルなプラクティス、諸外国のルールも念頭に置いて、株価に重要な影響を及ぼし得る情報について独自の基準を設けている企業は、日本について別の基準を作ってください必要は全くございません。日本独自の基準を設けるのではなく、既存の基準に従って対応していただくということです。

それから2つ目、現在のインサイダー取引規制に従ってIRの実務を行っておられる方につきましては、インサイダー取引規制の対象となる情報と、それ以外の情報として、通期、半期、四半期の確定的な決算の数字であって、株価に重要な影響を与える情報を管理していただくという枠組みでございます。

ただ、企業の方々とお話をさせていただいている中で、こうした財務情報のうち何が株価に重要な影響を与えるのか、マテリアルなのかということについては中々判断が難しいという声も聞こえてきております。そのような方々につきましては、次の③ですが、公表前の確定的な決算の数字を全てルールの対象として管理していただくことが考えられます。

以上の3つのうち、②をある意味、ミニマムスタンダードとして管理していただきたいということを説明しております。

2つ目のテーマは、一体的開示に向けた検討です。8ページにございますとおり、建設的な対話に積極的な企業の方々に実際の開示例に基づいた対照表の作成・分析を依頼し、作業いただいたところでございます。9ページ以降、幾つか気づきの点がございますので、ポイントだけ簡単に御紹介させていただきます。

まず、9ページでございます。左が有価証券報告書、つまり金融商品取引法の枠組みで、右が事業報告、つまり会社法の枠組みでございます。黄色で囲んでいる所有株式数の割合について、金融商品取引法と会社法で数字が違っていることをご確認いただけるかと思えます。

差異に対する考え方を下に整理しておりますけれども、この所有株式数の割合の数字について、会社法の事業報告では大株主の議決権に着目して自己株式を控除しているのに対し、有価証券報告書では流通市場に対する情報提供ということで、大量保有報告書等との整合性を確保するため、分母に自己株式を含める形になっています。

ただ、これは有価証券報告書の他の箇所でも開示されている情報を使って計算できるので、金融商品取引法の方を見直しまして、記載を共通化する方向で検討していきたいと考えております。

10ページ、主要な設備でございます。有価証券報告書につきましては、主に主要な設備に着目して研究所、事業所の状況、それから建物、土地、それぞれの従業員といった事項を書きいただいておりますが、事業報告においては、営業所につきましては、地域を分けた記載になっている一方で、全体につきましては簡潔な記載になっております。

この点につきましては、この整合性をどう考えるかといった点が問題でございますが、経団連のひな形に基づく記載が会社法の記載の背景にあると認識しております。

それから11ページ、役員の記載です。1つの会社の役員についての記載を書かせていただきました。相当省略したものにさせていただいておりますが、左側が有価証券報告書、それから右が事業報告です。

御案内のとおり、事業報告につきましては、株主総会参考書類ということで、役員の選任に係る議案が別途入っていることも勘案する必要がありますが、有価証券報告書と事業報告で明確に違っているのは時点についてでございます。事業報告は株主総会前に提出されますが、有価証券報告書は株主総会後に提出される場合が多いということで、そもそも対象となっている役員の方が違っております。

この点につきましては、有価証券報告書を株主総会前に提出すれば、役員について、事業報告と同様の記載がなされるということになります。

なお、臨時報告書等において手当が必要となる場合について、コメ印で補足をしてございます。

それから12ページで、「監査人に対する報酬」について取り上げております。左は有価証券報告書ですけれども、金融商品取引法では監査証明に基づく業務と、非監査業務、例えば、アドバイザーといった業務につきまして、これらの2つの業務の関係がやはり資本市場の信頼性の確保の観点から問題になるものですから、この部分を分けて書いていただいております。

この点につきましては、事業報告では、両方の業務に基づく報酬を総計で書いている事業者と、分けて書いている事業者、両方の例があると認識しております。

最後の13ページは総括的な話となりますが、中長期的な視点に立った建設的な対話の促進として、「コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組」を進めております。開示との関係では2点あり、まず、開示は規制だという捉え方ではなくて、作成者にとっては中長期の投資家との対話の手段であるという捉え方をぜひしていただけるように、我々も考えていかなければいけません。開示書類の比較可能性を担保しつつ、作成者のコストと利用者のニーズをどういうふうに両立させるかということが開示の大きなコンセプトであり、課題ということでございます。

もう一つ大きな課題だと考えているのは、先ほど冒頭の総理のお言葉にもありましたが、どうやってこれらの改革を形式的なものではなくて実質的なものにしていくかということです。過度にルールベースにならずに、作成者の創意工夫の余地をどう作っていくかも大きなポイントだと考えております。

(小林会長)

続きまして経済産業省より御説明をいただきます。

(中石経済産業省経済産業政策局審議官(経済社会政策担当))

お手元に資料5を御用意ください。

3ページに全体像とありますが、本日は2点、コーポレートガバナンス改革と一体的開示について、先ほど金融庁からも御説明がございましたが、補足をしたいと思います。

6ページです。経済産業省におきましてコーポレート・ガバナンス・システム研究会を開催しまして、本会合の御議論を踏まえながら検討を行ってまいりました。

本研究会では、企業の課題として、事業ポートフォリオの見直しが不十分である、意思決定に時間がかかっている、将来の経営戦略が議論できていないといった様々な問題提起がなされたところであります。

7ページをご覧ください。本研究会では、アンケート調査を行いました。

まず、取締役会につきましては、議論が不足している項目として、CEO・社長の後継者計画・監督や、中長期の経営戦略が挙げられています。また、半数の会社から取締役会の付議事項の見直しを検討しているという声がありました。そのうち、大半の企業が付議基

準の引き上げや付議項目の削減という形で、取締役会への委任範囲を拡大したいという希望を持っております。

そして、社外取締役につきましては、十分に役割を果たしているという回答が54%にとどまっております、それ以外の回答が約半数に達しています。

社外取締役に求められる経験・知見については、いわゆる経営経験が86%ということで、多くのニーズがあるのですけれども、実際のところ、そういった方々の人材不足により、企業では手当できていないという状況もあるのではないかと考えております。

8ページですが、同じくアンケート調査で指名、報酬につきましても調査をいたしました。

指名委員会におきましては、任意のものも含めまして、3割弱の企業で社長・CEOの指名が審議対象になっていません。また、報酬につきましては、CEO・社長の報酬が審議対象になっていない企業が1割強程度あり、中期指標の業績連動報酬を導入している企業は14%という実態でございました。

9ページにあります、これらを踏まえまして、今回の研究会の報告書では4点の提言を行っているところであります。

まず、1点目は何といたしましても形骸化した取締役会の機能強化であります。取締役会は、中長期の経営戦略、経営トップの後継者計画を審議・策定すべきではないか。それから、個別業務の執行は対象を絞り込んでCEO以下の執行部門に権限委譲すべきではないかという御指摘をいただいております。

2点目の社外取締役ににつきましては、数合わせではなく経営経験等の特性を重視して人選すべきということです。人選理由を後づけで説明するのではなく、最初に必要な社外取締役の資質、役割を決定した上で人選すべきではないか。それから、社外取締役のうち少なくとも1名は企業経営経験者を選任すべきではないかという御指摘をいただいております。

3点目は「役員人事プロセスの客観性向上とシステム化」です。CEO・経営陣の選解任等については、基準、プロセスを明確化し、またその管理のために社外者中心の指名・報酬委員会を設置・活用することが重要ではないかという御指摘をいただいております。

4点目、「CEOのリーダーシップ強化のための環境整備」であります、特に議論になった点として、退任CEOが相談役・顧問に就任する際の役割・処遇の明確化、また、それについての積極的な情報開示をすべきではないかという御指摘をいただいております。

この研究会の提言に基づき、今後、政府としての指針を策定したいと思っております。

次に、11ページです。先ほど金融庁から一体的開示について御説明いただきましたけれども、私どもからはやや細かい論点になりますが、本件に係る企業の声につきまして御紹介したいと思います。

企業の声として、先ほど説明がありましたように、やはり開示の内容に差異があるということが指摘されています。

1つ目の問題はストックオプションでありまして、時点と記載対象が違っているという声がありました。11ページの右下のほうの赤い括弧内をご覧くださいなのですが、事業報告では2つの報告が求められております。事業年度末に役員が保有する新株予約権と、事業年度中に役員以外の者が交付された新株予約権を記載することとなっています。他方、有価証券報告書においては、事業年度末に全員が保有する新株予約権を記載するというところで、微妙な違いが存在しています。

また、次の12ページでございますが、役員報酬の欄でありますけれども、役員の数え方が違うという御指摘がございました。事業報告では社外を含む取締役の数、社外を含む監

査役の数を出して全体の数を出しています。他方、有価証券報告書におきましては社外役員を除いた形で取締役・監査役の数を記載しています。こういった細かい点の違いがあります。

次に、13ページであります。先ほど金融庁から御説明がありましたけれども、主要な営業所及び工場と、主要な設備のある事業所という形で記載の考え方に差異があります。左下の括弧内にありますように、特に製造業においては記載に差異が発生するのではないかという御指摘がございます。すなわち、設備の観点から記載しますと、メーカーであれば工場は記載しますが、大きな設備がない営業所は記載しないということで、この2つの間に差が出ているのではないかという御指摘ございました。

それから14ページであります。貸借対照表の科目に差があるという御指摘もございました。事業報告では「商品」、「製品」、「半製品」と分かれているものが、有価証券報告書では「商品及び製品」と1つになっています。あるいは、「原材料及び材料」、「貯蔵品」と2つに分かれています。有価証券報告書では「原材料及び貯蔵品」と1つになっているという御指摘もございました。

以上が差異の話です。

それ以外の企業の声として、15ページですが、記載事項が重複しているので検討してほしいという声もございました。例えば、発行済み株式総数等の推移でございますけれども、有価証券報告書では、第1「企業の概況」の「主要な経営指標等の推移」というところで、資本金と発行済み株式総数の5年分を書いています。その5年分の詳細は、右側の第5「経理の状況」ということでそれぞれの内訳を書いています。他方、左下の第4「提出会社の状況」という欄におきましては、発行済み株式総数残高、資本金残高など同じことを重複して書いているので、第4の「提出会社の状況」における記載は無くすることも可能ではないかという声をいただいています。

次に16ページです。同じく重複として御指摘いただきましたのはストックオプションにかかる記載でございます。有価証券報告書の第5の「経理の状況」におきまして、「財務諸表の注記」としてストックオプションについての情報が記載されています。ところが、その前にある、非財務情報を記載している第4「提出会社の状況」の欄におきましても、ほぼ同じことが重複して書いてありまして、これらはどちらかだけでいいのではないかと。すなわち、第5の方に集約してはどうかという声をいただいています。

それから、17ページです。単体と連結の扱いの差について指摘ございました。例えば「1株当たり情報の注記」「株主資本等変動計算書の注記」につきましては、連結を書いている場合には、有価証券報告書においては単体注記の開示は不要ですが、計算書類におきましては単体注記も必要という形になっています。これについては、会社法の目的もありますので、これが全て御意見として適切かという論点はありますけれども、単体注記と連結注記の関係という視点もあるということです。

18ページであります。記載の重複という論点に加え、記載の自由度を上げてほしいという声もございました。どうということかといいますと、役員報酬に関する開示につきましては、有価証券報告書、事業報告、そしてコーポレート・ガバナンス報告書に同じような記載があります。それぞれ時点が違うので多少の違いがあります。例えばコーポレート・ガバナンス報告書では役員の氏名については記載がないものの、有価証券報告書、事業報告で役員の氏名・兼任状況が書いてあるということで、それぞれの部分を読まないで全体像がわからないという状態になっています。これらの内容を統一することが可能であればそうしてほしいという声もございまして、このことも大事な課題だと考えております。

19ページも自由度の向上として御指摘のあった論点です。MD&Aの観点から、例えば有価

証券報告書の第2「事業の状況」では、「業績等の概要」「生産、受注及び販売の状況」など、色々と並んでおりますけれども、これらはストーリー化できるのではないかという意見がありました。なお、本件は既に金融庁で御議論いただいております、この1と2と7につきましては、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告で統合が適当であるという提言がされております。他方、今回出ている意見は3と4、すなわち「対処すべき課題」と「事業等のリスク」を統合して書いた方がよいのではないかというものです。つまり、リスクというのは詰まるところ課題であって、課題にはリスクが含まれているということではないかという指摘がありました。

20ページです。細かいものも含めて沢山ご紹介してきましたが、このような細かな点も含めて、企業に事務的な負担が発生しているものを一個一個拾って検討し、効率的・効果的な開示を実現したいと考えています。先ほど御説明がありましたように、今は3省庁間で共同作業を行っております。この作業は、引き続き進めてまいりますので、御協力、御理解をお願いいたします。

21ページ、22ページをご覧ください。退任CEOについては、先ほど研究会での御指摘を紹介しましたが、特に顧問・相談役につきましてはアンケートの結果をさらにご紹介した上で問題点の指摘をしたいと思っております。

アンケートによりますと、全体の78%の企業で相談役・顧問の制度が存在しており、62%の企業で現在相談役・顧問が在任中であるということであります。大半は、社長・CEOの経験者が就任しておられるようです。

企業からは、どうして相談役・顧問制度を問題視するのかという御意見もあります。しかし、重要なのは、相談役・顧問が社外活動に加えて、現経営陣への指示・指導を行っている企業も36%あるということです。一方では、相談役・顧問の「役割を把握していない」が10%、「役割が特にない」が7%といった回答もございます。

相談役・顧問がいるかどうかというのは、インターネット社会でありますので、ネットで検索すると大体わかります。しかし、それを見た方が実際に会社に問い合わせると、会社からは「わかりません」、「知りません」、「言えません」という回答が返ってきて、一体どうしたことなのかと混乱するというケースもあると聞いております。

つまり、投資家にとっては、我が国の相談役・顧問制度は極めて不明瞭な制度であり、無用な疑念を招いているのではないかと。立派に活動されている方はちゃんとそのことを開示したほうがいいのではないかとあります。

本件につきましては、既に相談役・顧問を廃止した企業から聞き取り調査を行ってみました。すると、次のような意見が出てきました。

「肩書きと名前があって影響力が無いということはありません。廃止しても対外的な不便さはない」、「相談役・顧問が存在することで、社長の社内での役割・権限等が不明確になってしまうことが懸念される。うちは大丈夫だけど」という言い方をされておりました。

また、「相談役・顧問制度の廃止によって、不透明な意志決定プロセスが無くなり、組織内の責任体制が明確化された」という声もありました。

それから4ポツ目です。表に出てきにくい声ではあるのですが、「役員の処遇について、担当者レベルから話を切り出すことは、かなり難しい」ということです。会社の公式な見解としては「制度には問題はない」と答えますがけれども、個別の担当の方に聞くと、「いや、実は問題があるのです」と答える場合がございます、私どもにおいて対応すべきなのではないか、ということです。

それからもう一つは、やはり海外、対外的な視点として、報道の論調を調べてみますと、例えば、ウォールストリートジャーナルでは、相談役・顧問制度を「日本企業の改革を遅

らせる『役員会の亡霊』という形で表現しています。2ポツ目のように、「制度の現状を国民が理解することが最優先課題である」という意見もあります。

また、最後でありますけれども、「会社法に相談役・顧問という言葉は出てこない。そういう組織外の方々が会社の経営に関与しているとするならば、正規のガバナンスが効いていないのではないか」という意見もございました。

まさにこの問題については、もし問題がないのであれば、きちんと何らかの形で説明責任を果たすべきで、それをしないがために無用な不信感を抱かれているのではないかということです。是非、御議論いただきたいと思えます。

(小林会長)

それでは、最後に味の素株式会社より、一体的開示につきまして事業者としての立場からコメントをお願いいたします。

(大野取締役常務執行役員)

ペーパーはございません。3点ほど、申し上げたいと思えます。

1点目は今、テーマとして与えられています一体的開示についての事業者としての立場からのコメントでございます。2点目と3点目は、開示書類作成者サイドから私が日ごろ感じている点を述べさせていただき予定でございます。

まず1点目、一体的開示の取組でございます。先ほど金融庁及び経済産業省から御説明があったとおり、私どもも色々と協力させていただいたのですが、従前、例えば会社法の開示書類と金融商品取引法の開示書類の用語や様式が全然違っていました。これを関係省庁や取引所の御努力によって、今は決算短信、有価証券報告書、それから事業報告書の計算書類などがかなり共通化されています。このことは、我々の実務負担の削減につながり、非常に助かっております。

ただ、手がつかなかったのが財務情報以外の部分でございます。ここについても今回金融庁と経済産業省で相当細かい分析をしていただきました。ぜひ今回検討した事項を一つでも多く実現していただきたい。このことは事務負担の大きな軽減につながると思えます。微妙な差異であっても、2度作ることに変わりはありません。これは誤謬のもとになりますし、監査も2度受けなければいけない。非常に煩雑な手続があるわけです。今回の検討作業には期待していますので、ぜひよろしく願います。

それから、2点目と3点目は日頃感じていることでございます。今申し上げたのは年度決算の話でございますが、2点目は第1クォーターから第3クォーターまでの年3回の四半期決算についてでございます。事業者としまして、四半期決算短信と四半期報告書の重複感を非常に感じております。ほとんど同じ書類を2回出すということに関しては疑問に思っております。何かいい方法がないかと思っております。

通常、私どもは決算締め後、大体30日強で決算を公表します。決算短信を出します。ほぼレビューに近いものが終わっています。公認会計士のチェックも済んでいます。ただし、レビュー報告書は出ない。

その後、投資家向けの説明をします。それでIR担当が応答します。実際は、ほぼそれで終わっています。その後5日か10日過ぎて翌々月の15日くらいに四半期報告書を出す。過去、私は400件以上投資家の対応を行ってきていますが、四半期報告書を求められたことは一回もありません。ですから、これは真剣に考えなければいけない。検討いただくと、我々も助かります。

どういう方法があるかは、例えば、名称として決算短信が適切かどうかは別としまして、

やはり四半期決算短信と四半期報告書の最低限の様式はあわせまして、四半期決算短信の提出をもって四半期報告書の提出とみなすようなやり方はできないだろうか。

そのときに、唯一問題となるのは内容の保証です。その保証をどうエンドースするかということなのですが、この点については、レビューが終わった後、レビュー報告書と、それから現在もごさいます代表者の経営者確認書を提出することによって保証とみなすということで、四半期報告書の提出義務を免除することができるのではないかと考えていますので、ぜひこれは検討していただくととても助かります。

しかも、本件は第1クォーター、第2クォーター、第3クォーターですから、取引所と金融庁との調整で済み、会社法は関係ないのではないかと考えています。

それから、もう一つ私が感じていることをごさいますが、単体決算、個別財務諸表について、今日は出ていませんが、現在開示についての議論があるように聞いております。

ただ、その前にIFRSベースの単体決算を認める方向で御議論いただけないかと考えています。現在、我々はIFRSを採用する方向で動いておりますが、単体について2つの決算を作らなければいけない。日本基準に基づく決算をまず作りまして、その後に膨大な組みかえ作業があります。これは、非常に負担感がございます。既にIFRSについては、採用予定企業を合わせると140社以上になっています。これらの企業の時価総額の割合も、23%に近づこうとしているということでもあります。

色々と課題があると思いますが、本来IFRSはグローバルで高品質な会計基準であるわけでありまして、IFRSで計算した財源が配当財源にならないということはないのではないかと考えています。現実、日本基準であっても、例えば固定資産の償却は幾つか方法があります。棚卸資産の評価法も幾つかあります。年金の数理計算上の差異の償却方法も様々であります。拠って立つ会計基準によって当座の利益は変動するわけでありまして、IFRSが認められないというのは非常に不思議に思っております。ぜひ議論を進めていければと思います。

(小林会長)

株式会社経営共創基盤富山代表取締役CEOから、資料6として「取締役会の監督機能充実と『OBガバナンス』の問題についての意見書」というタイトルで書面での御意見の提出がございました。また、先ほど原内閣府参与から、「政策ロードマップ」という資料が配られています。ご覧いただければ幸いです。

それでは、これまでの御説明を踏まえまして、意見交換に入ります。混乱を避けるために、テーマを2つに分けたいと思います。まずは15分程度、開示制度をめぐる論点など、企業と投資家の建設的な対話の促進という観点からの御議論をお願いします。続きまして、取締役会の機能強化や相談役・顧問をめぐる論点など、企業のコーポレートガバナンスシステム、経営システムの強化についての御議論をお願いします。

それでは、まず企業と投資家の建設的な対話の促進という観点から御意見を申し上げます。

(伊藤教授)

今進めているガバナンス改革、あるいは2つのコードはまさに建設的な対話をうたっているわけですが、その建設的な対話に向けてのフレームワークづくりには、今までは日本企業の投資家との対話が世界の主要国と比べて後れていたもので、その後れを取り戻そうという側面と狙いがあると思います。

かつ、今後はその後れを取り戻すということに加えて、もっと志を高くして、対話先進

国になるんだ、日本は主要国の中でも対話に非常に熱心な国であり、対話に熱心な企業群が相当あるのだというような方向に、私はもっと進めていくべきだと思うのです。つまり、キャッチアップではなくて、もっと歩を前に進めるべきです。

そういったビジョンを共有した上で、2014年に経済産業省に設置され、金融庁、法務省、東京証券取引所も参加した対話促進研究会で1年弱議論してまいりまして、2015年にその報告書を出したわけでありまして、ですから、相当の議論をしてまいりました。先ほど大野さんが指摘されたようなことも、会議の中では指摘されました。

その中で、今回そういう問題意識にのっとなって議論を進めている、あるいは調整を進めているのだと思います。けれども、対話先進国を目指すといったときに、他方でそれと相矛盾する開示制度が厳然として存在しているということがわかったわけで、そのために今、各省庁間で制度開示間の重複をなくそうということで進めておられるというのは、大変結構なことだとは思いますが。しかし、海外の投資家と話していると、やはり各制度開示間で重複がある、あるいは、1つの開示の中でも重複があるという不満といえましょうか、フラストレーションを聞くことが多い。さらに、重複の問題のみならず、投資家への有用性という観点から、開示制度が相当後れているという声をよく聞きます。結局、投資家は何を見るかということ、もちろん有価証券報告書を見る投資家もいますけれども、企業のIR資料が一番便利である、有益であるという声も多く聞かれます。

そういう点では、できるだけ早く各開示間、用語も含めて重複をなくしていく。これは少し語弊があるかもしれませんが、調整というレベルを超えてもっと迅速に大胆に進めないと、一方で対話を進めましようと言いながら開示の見直しが後れていると、やはり少し跛行的な状況になってしまいますので、ぜひ今日御紹介いただいたような各開示間、あるいは各省庁の制度間での重複をなくすような作業をもっと迅速に進めていく必要があると思います。

そのときに、重複をなくすと、一見、開示される情報量が減るように映る可能性があります。このことが開示の後退ではないということは、とりわけ海外に向けてPRしていく必要があると思っております。

そこで、重複をなくすというのは、もちろんぜひやらなければならないことだと思いますけれども、最近の用語で言うとそれは「守り」の開示改善だと思います。それと並行して、やはり「攻め」の開示制度改革を私はやるべきだと思っております。対話促進研究会の報告書でもこれからの日本企業の開示のフレームワークとして、あるいはモデルとしてモジュール開示モデルを提唱したわけでありまして。

海外にもこういう開示モデルはない。つまり、先ほど大野さんが言われたように、決算短信で出したものを四半期報告に使ってもいいし、事業報告に使ってもいいし、有価証券報告書に使う。つまり、各モジュールを組み合わせると最終的な年次開示になる。それが統合報告書になるのかもわかりませんが、そういうモジュールをはめ込むような開示モデルを考える。それだけではないとは思いますが、そういったことも含めて攻めの開示改革を断行する必要があると思います。

このように調整を進めていけばディスクロージャーに割くパワー、時間も省略できますので、それを対話に振り向けるという、ある意味ではリソースアロケーションのいい機会にすべきではないかと思っております。

(佐久間経済法規委員会企画部会長)

対話の促進と、一方で公平な情報開示によってバランスをとろうということで、フェア・ディスクロージャー・ルールが今回提案されていると思うのですが、その中身につい

ては現場の実務の悩みも酌み取った上で整理していただいたと思っています。ありがとうございます。

我々の理解としては、このフェア・ディスクロージャー・ルールは諸外国の制度とは少し違うわけですが、いわゆるインサイダー情報の対象となる重要事実と同じ情報に加え、決算情報に関しては、軽微基準による除外がありませんが、重要な影響を与える情報のみが対象となる。

当然、そこは決算情報ですから、いわゆるモザイク情報は入らない。こういうことで整理していただいたと理解していますので、我々としてもそういう形であれば対話に十分配慮した上で適切にやっていると考えております。

(江良インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者)

一体的開示に向けた取組については、投資家という立場からも、このような開示の共通化、合理化は非常に重要だと思います。

先ほど伊藤先生の御発言にもありましたけれども、確かに我々もIR資料をよく読み、有価証券報告書も読みますけれども、IR資料が一番わかりやすい。これは本当にそのとおりだと思います。ですので、IR資料のように、法定開示も開示が充実することを期待したいと思います。そういったことから申し上げますと、MD&Aの充実についてはぜひお願いしたいと思います。例えば、現在MD&Aがどういう記載になっているかということ、世界経済のマクロ動向、それによって業界がどうなって、さらにその後、各社の業績はこうなったといった記載にとどまっており、これだけですと実は何も説明になっていないように思います。

我々投資家が知りたいのは、環境の変化ではなくて、その変化に対してどういう能動的な対応を企業がして、その結果がどうであったのかという分析でして、そういった情報が充実するような環境整備を進めることが非常に重要だと思います。

そうするためには、つまり情報開示の質を高めるためには、充実すべきところは充実させ、省くべきところは省くというメリハリが非常に大事になると思いますので、そういった観点から、今日御紹介いただいたようなことも含めて、ぜひ、この開示に係る検討はさらにスピードアップして進めていただきたいと思います。

なお、1点だけお願いがあります。先ほど伊藤先生からもご発言がありましたが、このような取組を進めていく過程で情報が減ったのではないかと、要は、開示の後退につながるのではないかと、あるいは後退したのではないかと捉えられると非常に残念なことになります。そのようなことにならないように、新たな開示枠組みの案がある程度固まった時点で投資家からもフィードバックをさせていただけると、色々インプットさせていただけると思います。これらの点を踏まえて、中身の整理を進めていただき、どのように具体的に一本化を進めていくのかという議論をすると非常によいと思います。

(原内閣府参与)

先ほどお配りした「政策ロードマップ」の内容をお話しします。

このロードマップは、内閣府参与として以前から表明していることをまとめて記したものです。未来投資会議の構造改革徹底推進会合における検討事項の実現に向けて非常に重要な3つのポイントを示しています。

第一のポイントが短期のみならず中長期経営・投資を実現するための制度改革の話です。四半期決算開示義務の廃止に向けたロードマップを記していますのでご覧になりながら聞いてくださるようお願いいたします。

第1弾は先ほど静さんから御説明がありましたように、決算短信から業績予想の欄を削除することです。2013年以降にコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードなどいたるところで中長期投資の重要性が述べられています。それにもかかわらずこれを阻むものとして四半期ごとの業績予想という短期主義を象徴するかのような制度が残っていました。私は非常に問題視し総理に対してもこの弊害を述べてまいりましたが、このたび、構造改革徹底推進会合での議論が反映され上場会社の決算短信から、四半期業績予想欄がなくなることが決まり画期的な出来事となりました。経営者を四半期ごとの短期主義の呪縛から解放し、短期的な株価の変化を気にせず、中長期の視点で事業を見ることを促す流れが作れることは非常に重要な意味を持ちます。勘違いされると困りますので明確にしておきますが、社内での四半期や、月次の数字を出さなくてはいいということではないのです。社内では数字を定めしっかりと実現していくことは非常に重要なのです。その結果、世界的に市場での短期売買が増大している中で、持続的な経営をすべき経営者の視点が、投機家が望む短期的株価の乱高下によって影響を受けにくくなります。日本には、公開会社は約3500社ありますが、今回の制度改革によって、各社の経理部門、財務部門、管理部門で三か月ごとの予想を作ることに従事していた社員の残業はなくなるでしょうから、官民で推進している「働き方改革」に対しても大きな寄与ができます。さらにこのために要する監査法人への支払いなどの費用などは減った分がすべて利益として計上されますので、この会議のテーマの一つである「稼ぐ力」を増すことにもつながる画期的な制度改革です。このような改革によるメリットを金融庁、取引所から上場企業に対して明示していただき、早い時期に日本では四半期業績予想が不必要であるということが当たり前になっていけば、中長期的思考での持続性の重要性を説く世界の流れを先取りすることになると思います。

第2弾としては、金融商品取引法と取引所規則で異なる四半期決算の開示項目の様式を整えることです。これも、今日随分と色々な議論が行われました。現在は二つの様式があるので、会社は年間に8回の開示をすることになります。このような重複をなくすことは無駄な負担を会社に強いることをなくすのでぜひとも進めていくべきです。同時に、四半期決算を本決算のように扱う会社に対しては、その必要がなく、適宜開示で十分であることを周知徹底させることが望まれます。副産物としてこのために費やされる多額の監査費用を利益へと転化させることもできます。これら一連の改革の大きな目的の一つは、短期主義に陥ることなく中長期経営・投資を実現することです。

第3弾として、最終的には、四半期決算開示義務を廃止し、適宜開示に改めることです。先ほど大野さんがおっしゃられましたけれども、四半期開示は現状においても実質的に必要ないということをよく踏まえた上で、中長期のビジョンの説明や企業理念の達成度の検証等、非財務情報の充実が実現した段階で、四半期決算開示義務は廃止するという流れを作ったとしても、上場企業や外国人投資家にとっては、経営の自由度を高め、IR情報の内容等を拡充することで十分に対応し得るというふうに私は感じております。上場会社は四半期の業績予想よりも、10年後、20年後の会社の姿についてさらに真剣に議論すべきです。また企業の多くが行っている「8割以上が未達」が実態の5か年計画ともいわれる中期経営計画の意義も考え直すべきです。石油危機や金融危機などの外部要因で状況は刻々と変化しているので、5年先の数値目標よりも必要なのは、自分たちの企業理念が5年先に達成できるかどうかであり、その達成度合いを中経に盛り込むべきです。このようにして、十年単位先の中長期事業ビジョン、中期経営計画においてはKPIではなくそれぞれの会社の理念の達成度の検証、非財務情報の拡充、リターン・オン・カンパニー（注：ROEとは異なり、従業員など会社を支える社中全体に対する還元率の総和が大きければ持続的な成

長を遂げるという実証研究に基づいて作られた指標)などのめどを付けたうえで法律を改正し短期主義の罠に利用される可能性のある条文項目の改正を検討し推し進めるべきです。

2番目に、ロードマップの2ページ目について話します。コーポレートガバナンス・コードについては先ほど法務省、金融庁、経済産業省から御意見をいただきました。ここで最も重要なポイントは、「会社は社会の公器である」という考え方を基本にして企業の統治が設計されているかどうかという点です。日本人の多くがよく理解できても、米国経営者で理解できるのは比較的少ないと感じます。私は39年間にわたり、米国、英国、イスラエルの会社を経営してまいりましたので、英米イスラエルでは、例外ももちろんありますが、株主に対する利益を追求することが主眼の経営をしているということは間違いなく会社は株主のものであると考えている前提で論理が展開されていると断言できます。しかしこのような前提を許してしまうと、株主は同じ利益を得られるのならば、なるべく短い期間で株主還元を最大化するように経営陣を追い込みますが、経営陣は自分たちへのインセンティブがなければ動きません。そこで編み出されたのが株価連動報酬、ストックオプションなのです。これさえもらえれば株主と経営陣の利害は一致します。株主還元は配当の増額と株価の上昇は株主のみならず経営陣にとっても願うところとなるのです。このためには会社を支える社中に対する分配をぎりぎりのところまで減らすことで最終利益を最大化することで稼ぐ力を示すのですが、稼ぐ力によって生まれた利益は、全額が配当額を増額し、株価を上げるための自社株買いに使われているのは米国上場企業の総還元率が軒並み100%を超えていることからわかります。欧米のファンド及び会社経営の手法は目下非常に問題となっている世界的な格差の問題にも行きつきます。ファンド株主と業績連動報酬等をもたらす経営者だけが莫大な利益還元を受けるのに対して、従業員、下請け、社会に対する還元は、株主還元と比べれば小さなものになってきているのです。さらに短期で株主利益の最大化を望む株主資本主義者の立場から見ると最適な事業モデルは時間のかかる研究開発型企業や製造業よりも短期で投資家還元をしてくれるプライベート・エクイティやヘッジファンド、アクティビストのほうが望ましいということになりそこに世界的に資金が過剰に流れ込む現象が生まれてきました。極端に短期志向になった株主資本主義者を、金融資本主義者と呼びます。最短最速で利益を上げることによる「投資家という名前の投機家」は、日々こうしたゼロサムゲームを繰り広げることでやがてバブルを生みだしバブルは必ず崩壊します。2008年に起きたリーマンショックも、投資家の金融資本主義的モチベーションが大きな原因であったのですが、いまだにこの点は反省されていません。「投資家による企業のガバナンスを野放しにするとこのような問題を引き起こし、社会に有用な企業を崩壊に導いてしまう可能性すらある。」と、私は2003年に、金融資本主義が金融危機を引き起こす原因を作ると指摘した読売新聞の論点を書きました。ゼロサムゲームを繰り返すと、富の二極分化が起きることは数学の理論が示す通りです。この結果、株主資本主義や金融資本主義を推し進めた英米の様な先進国で中間層が細り、層の厚い中間層が前提として機能する民主主義までも不全に陥る可能性さえ出てきているのです。企業統治がここまで大きな影響力をもつのだと考えると、私はやはり会社法の改正を検討したり、金融商品取引法やコーポレートガバナンスについて議論する上では、「会社は株主のものだ」という思想ではなく、「会社は社会の公器である。」といった哲学を持つべきだと考えます。会社を成功に導く要素である株主は重要でありますけれども、さらに重要な社員や顧客、取引先、地域社会、地球などに対して、会社が成功した場合にはその利益を還元していくといった考え方をこれから多くの国々に広めていかなければいけません。それを日本が最初に行うのが、この21世紀の我が国の目指すべき道であると

いうふうに私は強く感じております。米国では当期利益に対する、株主配当と自社株買いを合計した株主への総還元率を見ると軒並み100%を超えており、IBM113%、マイクロソフト119%、ファイザー137%、HP168%、タイムワーナーに至っては280%にもなります。こうした異常な状態では、社債の発行や資産の切り崩しなどで、ひたすら株主に還元するようになります。このような偏った分配に対して黙して同意する社外取締役の存在価値がはたしてあるのか検証する必要があります。今、英米で標準となっているコーポレートガバナンスの在り方は21世紀には時代遅れの産物となることを米欧イスラエルだけでなくアジア、アフリカで事業を営み現場を持っているわたくしとしては言わざるを得ません。

3頁目の括弧2に記しましたのは、企業の不正をたすために社外取締役が必要だという議論は、株主資本主義者が作った幻想にすぎないということを書いています。その証拠に東芝は経営監視が一番厳しいとされる指名委員会等設置会社に業界でいち早く移行し「企業統治の優等生」とも称されていきましたにもかかわらず不祥事は起き、事件発覚後に社外取締役の総入れ替えが行われたのにもかかわらずウエスチングハウス不正事件が起きたことからわかるように、単に欧米型の企業統治を導入しても不正防止にはならないことは明白でしょう。別紙に書きましたように、本来の狙いは別のところにあるのです。

3番目に、配布資料の政策ロードマップの3ページ目をご覧ください。「企業は社会の公器である。」という理念を実行するために、社外取締役の役割を再認識しようではないかという提案です。小林会長からの議題の中にありますけれども、会社が持続的な成長を果たし社業を通じて社会に貢献するためには、会社は大いに儲かる仕事をする必要があります。そのために経営者は企業家精神を謳歌し大胆な改良改善に取り組み、リスクをとって新しい事業を行っていくことが重要です。この時に背中を押すことが社外取締役の大きな役割だと考えます。

加えて、持続的な成長を実現するために、短期、中期、長期の3つの分野に対して経営資源がバランスよく配分されるように見守っていく役割を社外取締役は持ちます。

そして、大きく稼いだ暁には、株主と同等に、会社を支える社中に対して利益を還元し、社中とともに繁栄していく企業哲学が必要です。

稼ぐ力を生み出し、社中全体に対して配分していくことを経営陣に促すことが社外取締役の役割であると考えています。

こういった流れを作って実行していけば、先ほど伊藤先生も指摘されたように、世界に日本のコーポレートガバナンスを規範として示すことを通じて、日本は尊敬される国になります。G7の他の国々においても、先ほど申しました理由で中産階級層がどんどん薄くなってきております。唯一、中産階級が残っているのが日本ぐらいです。今こそ、英米の未熟なコーポレートガバナンス理論をさらに改革し、企業が果敢にリスクを取って新しい事業に挑戦する気風を作るとともに、従業員、取引先が豊かになっていくことができるような新しいコーポレートガバナンスの枠組みを確立することができれば、日本の国民の所得も増え、消費の増加にもつながり、GDPも膨らみ、四半期決算開示義務等も完全に廃止すれば、これに伴う費用も削減でき利益のかさ上げができるだけでなく残業も減るでしょうから、働き方改革の実現にもつながっていくでしょう。日本の公開企業は約3500社ありますが、全部の会社が受けるプラスのインパクトの総和は数兆円にも上ることでしょう。

そういったことをこの「政策ロードマップ」の中で書いておりますので、後でゆっくりとご覧ください。

(小林会長)

今の原さんのお話は、この後の論点である企業のコーポレートガバナンスシステムにか

なり踏み込んでおりますが、もうお一方ぐらい、企業と投資家の建設的な対話という観点での御意見はございますでしょうか。

(大場取締役会長)

そもそも論に立ち返って考えますと、この議論を始めた理由は、日本企業の稼ぐ力がグローバルに比較して低いので、これをどう改革するかということだったと思うのです。分配論ではなくて、分配の原資が積み上がらない。これは一体なぜか。ここにメスを入れようということではなかったかと思えます。

そのことを踏まえて、開示に関して言えば、私は江良さんが言われたことに集約されるのではないかと思います。

現在の開示は、投資家等、開示を一番期待している当事者に対して、持続的に企業価値を高めるストーリーが示されていないことが多い。持続的に、どのような形で事業価値を向上させていくのか。この記述が大変弱いので、この点がより明確に示されると、対話が促進されるということではないかと思います。

このことをサポートする意味で20年前の金融危機について振り返りますと、何があの危機を引き起こしたかということ、直接的には、株価だと思います。企業側が、自らの企業価値、株価が持続的にどのように動いているかということについての認識をまず示さないといけないと思います。このことが対話の触媒になるのではないかと思います。

(小林会長)

ありがとうございました。

次に、企業の経営システムの強化、コーポレートガバナンスシステムの強化の観点から、特に、社外取締役の役割や相談役・顧問制度などについて御意見をお願いします。

(御代川代表取締役副社長)

相談役・顧問制度について言及したいと思えます。当社は相談役・顧問制度を採用していません。富山さんが意見書に書かれていることには非常に同感なのですが、一方で、相談役・顧問制度がないと、新しい経営陣の方が不安を持つということは考えられると思えます。そこで、例えば1、2年程度の期限を区切って相談役・顧問を据え置くことは問題ないのではないかと思います。

それより問題だと思うのは、役員報酬との関係です。先ほど原さんがおっしゃっていたように、株主だけではなくて、社員をはじめ様々なステークホルダーに利益を還元すべきだという議論については私も非常に同感です。2014年のウイリス・タワーズワトソンの資料では、売上高1兆円以上の日米英の企業のCEOの報酬比較がございまして、日本企業のCEOの報酬がおおよそ1億3,000万円で、そのうち、基本報酬が59%、業績連動報酬が28%、長期インセンティブ報酬が13%です。米国企業のCEOの報酬はおおよそ12億2,000万円、そのうち、基本報酬が11%、業績連動報酬が22%、長期インセンティブ報酬が67%です。英国企業のCEOの報酬はおおよそ7億円、そのうち基本報酬が25%、業績連動報酬が34%、長期インセンティブ報酬が41%です。

報酬水準は各国で異なると思えますけれども、これだけの金額を米国企業のCEOが報酬として取るのはいかがなものかというふうには個人的には思えます。逆に、日本で問題だと思えますのは、基本報酬の割合が非常に高いということで、私は業績連動報酬の割合をもう少し上げていくほうが良いと思えます。

CEOが、例えば業績不振や不祥事で退任に追い込まれるケースがあると思えますけれど

も、日本企業では顧問・相談役制度が役員の報酬の後払い的な側面がありますので、相談役・顧問制度を潔く廃止することが中々できないのではないかと思います。現役時に高い報酬を得られるほうが納得性は高まるでしょう。あくまでもCEOとしてふさわしい業績を上げたときに報酬を多くもらえ、そうでない場合は退任するというのが非常に健全ではないかと思います。

そういった観点から、やはり相談役・顧問制度については、別に相談役や顧問の方が悪い訳ではありませんが、彼らがはっきりしないお立場でいるということ自体、非常に問題だと思います。

(江良インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者)

経済産業省のアンケートの結果を踏まえて感想と、幾つかコメントです。

先ほどの資料には日本企業の取締役会の実効性はまだまだ後れているというような分析があったかと思うのですが、私自身、何百社という企業と過去約10年にわたって取締役会の実効性のあり方について議論してきましたが、実は大分改善しているという評価をしております。例えば従来の取締役会は、中長期経営戦略の議論をする場ではなく、どちらかというところ決議をするための法定機関であり、社外取締役に対する説明会のような場となっている企業が非常に多かったような印象を受けています。

ところが、最近では、先ほどの資料にもあったように付議事項、付議基準を見直すことで、中長期の議論に時間を割いていく方向にあるなど、取締役会の実効的な機能強化に向けて、非常に実質的な取組が進みつつあるのではないかと思います。このような点については率直に評価すべきだと思います。

このような進歩をきちんと評価した上で、さらに今後、取締役会の機能、とりわけ監督機能をどう強化していくのかが、投資家と企業との議論にあたって重要なポイントになると考えております。一方でその大前提として、冒頭にもお話があったように、経営環境が予測しづらい時代になっており、強いリーダーシップの重要性は間違いなく増しています。逆にそういう強いリーダーシップがないとこういった時代に持続的な成長を達成することは難しいだろうという認識です。

ただ、強いリーダーシップを発揮するためには3つ必要なことがあると考えます。一つ目に会社内の意思決定プロセス、指揮系統が明確になっていること、二つ目に強いリーダーシップに対して実効的に適切なガバナンスを効かせる取締役会としての機能が充実していること、そして、三つ目に企業の経営やガバナンスに関する取組に対する株主による理解、支持があることです。

このような観点を踏まえると、一つのポイントとして、ご説明にあったように、現在多くの会社において、指名報酬委員会の設置が進んでおりますが、これをより実質的な取組に昇華していくことが非常に重要です。役員人事と報酬についての考え方やプロセスが明確になることによって、投資家としてもきちんと安心して経営をお任せできるという良い流れが今後さらに深化することが非常に重要ではないでしょうか。

また、経営トップの方が退任された後のキャリアプラン（という言葉が正しいかはわかりませんが）、このことにも非常に関心がございます。経営トップの方々がお持ちの貴重な経験や知見を活かし、様々な会社の社外役員として御活躍いただくことで、他社のガバナンス強化にぜひとも貢献いただきたいと思います。このようなことを通じて、日本全体の企業のガバナンスが底上げされていくことが、日本全体に極めて重要なことであると考えます。

一方で、御代川さんから、相談役・顧問は位置づけが非常にわかりづらいという御指摘

がりましたが、そのとおりだと思います。相談役・顧問を一律に否定しているわけではありませんが、相談役あるいは顧問として会社に残る形で御活躍いただく場合については、具体的にどのような役割、あるいは機能を果たしていらっしゃるのか、その位置づけをより明確に御説明いただけるとありがたいと思います。

そういった情報があると、投資家も、こういった制度について正しい理解をした上で企業と対話ができます。積極的な開示を促す施策については検討に値するのではないかと考えております。

(伊藤教授)

2つのことを申し上げたいと思います。

この2つのことは実は関連しています。1つは先ほど中石さんのコーポレート・ガバナンス・システム研究会での議論の中身の一つとして、指名委員会を設けている会社の割合がありました。

私も、同研究会の中で、指名委員会の構成については、少なくともこうすればいいのではないかというようなことは申し上げましたが、私の経験では、指名委員会で答申した内容が取締役会で否決されることはまずないわけです。ということは、経営トップの指名がコーポレートガバナンスの一丁目一番地であるとすれば、指名委員会の役割は極めて重要だと思っております。

そういう意味で、指名委員会を設けてトップの選任プロセスの透明性を高めようとしたときに、今、話題になっているような相談役・顧問という問題が表面化します。私も別に相談役・顧問が一律悪いなどと思ったことはありませんけれども、どうしても指名委員会に案が出る前に、あるいはそのプロセスで、かつての経営トップ、場合によってはかなりのパワーを持っていた方の影響がそこに入り込んでしまうと、一生懸命、指名委員会の透明性を高めて機能させようとしても、やはり効果は半減してしまうわけです。

ですから、そういう意味では、安倍総理が第4回未来投資会議で退任した経営トップの影響を払拭するようと言われたのは、非常に重要な指摘だと思いますし、総理がそこまで言うような事態になってしまっているということをよく考える必要があると思っております。

確かに相談役・顧問の方を一律に悪いとは思いませんし、しかるべき役割を内外で果たしている方も多いと思いますけれども、相談役・顧問の方についての情報は社内にはほとんど知らされていない。ましてや、我々社外の役員には伝わってこないです。そうすると、一生懸命コーポレートガバナンスや取締役会の改革に取り組んでいるけれども、その陰の部分についての情報が出てこない、社員も知らない、社外役員も知らないという状況では、ガバナンス改革を貫徹したことにはならないと思います。

では、どうしたらいいかということです。今は日本だけの議論をしているように思われるかもしれませんが。総理からこういうふうに言われるくらいですから、日本にはかなり顕著な相談役・顧問の問題があると思いますけれども、アメリカでも実は有名な事例があって、かの経営の神様と言われたジャック・ウェルチが、23年間だったでしょうか、CEOをやって、その後アドバイザーとして会社に残ったのですが、彼がアドバイザーだったときに、コーポレートジェットを使用するなど、会社のリソースを非常に多く使っているということが表面化したのです。

そのことによってジャック・ウェルチはアドバイザーを退いたわけです。せっかく現役時代に高いレピュテーションを獲得するようなトラックレコードを示した経営者が、その後、相談役・顧問でバッドレピュテーションを与えられてしまうというのはいいことでは

ない。アメリカでもそういう顕著な事例があります。

私は、対策は2つ程ありうると思っております。1つは今、申し上げたように、取締役会で相談役・顧問の議論をするというのはなじまないと思っております、そういう意味では指名委員会ないし指名報酬委員会に対して相談役・顧問の方に関する情報を提供してもらい、相談役・顧問の方々がどういう役割を果たしているのかをそこで議論して、やはり有用・貴重な役割を果たしているということであれば、相談役・顧問を継続してもらい形にする。つまり、ハードガバナンスではなくて、ソフトガバナンスのようなやり方で対処するのがあると思っております。

それからもう一つは、やはり開示に委ねるということだと思います。どういう開示スタイルがいいかは議論の余地があると思っておりますけれども、例えばコーポレート・ガバナンス報告書の中で相談役・顧問に関する情報も記載させる。開示を通して、透明性を高める。つまり、ステークホルダーにもしっかりと開示することが大事ではないかと思っております。

（佐久間経済法規委員会企画部会長）

1点、役員の報酬について、日本では固定報酬の割合が非常に高く、業績連動報酬の割合が低いという議論がよくあるのですが、先ほど御代川さんがおっしゃった数字からしても、日本の場合は、比率の高い固定報酬部分に加え、非常にいい業績を達成したときの業績連動報酬の最大値を取っても、欧米の役員報酬の固定部分の水準にも達しないという絶対額の問題があります。

つまり、日本で固定報酬と業績連動報酬の割合を欧米と同じような比率にすると、役員の報酬は、業績が悪いと従業員の報酬より低くなってしまいうということになります。例えば、当社の役員報酬は全額業績連動していますから、その点が問題になり得ることがあります。

この絶対額の問題があるので、日本企業の役員の固定報酬が多いということは、比較の議論としては全く的を射ていないということだけ申し上げておきたいと思っております。

それと、社員が自社の相談役・顧問について全然知らないという会社もあるかもしれませんが、逆に社員の誰もが自社の相談役・顧問を知っている会社もあります。そういうことで、顧問・相談役は、それを置く会社によってニーズが色々ありますので、一概に相談役・顧問がいい悪いということ議論するものではないと思っております。

（原内閣府参与）

先程伊藤さんがジャック・ウェルチの実例を挙げましたが、私もアメリカの会社の例を沢山知っています。アメリカの大企業のCEOが退任するときには、その家族も含めて一生プライベートジェットを使っているとか、常識ではありえないような取引がなされ社外取締役も結局は同意するのですから無茶苦茶です。ここまで大きな取引でなくても、投資家によって行動原理が規定されているガバナンスだからお互いにメリットになることは相互に認め合うのです。このような事例が許されるということを経営者は自覚すべきです。

顧問や相談役は一体どういう役割を担っていて、どういう報酬をもらっているのかを開示することは非常に重要だと思います。しかし、米国にはロッキード事件で有名になった副会長とか怪しげな肩書も非常に多いので、真似をするのではなく自分の頭で考えることが重要です。メディアなどで同族会社に対する魔女狩りも流行っていますが経営の多様性を考えた場合色々な事例があるほうが全体としては強い企業群を作れると思っております。

加えて、日本の社外取締役にしましては、多くの場合2名しかいないのに、多数の社外取締役が存在する欧米型をまねて指名委員会、監査委員会、報酬委員会を設置しているので委員長や委員になる社外役員はかけもちが多く、制度自体をやり直す必要があります。

さらに、社外取締役に対するガバナンスも必要です。同じ人が社外取締役を長年続ける慣行を改め2期、何年など、任期期間を決めてしっかりと責任を果たしたら潔く退任してもらう自主規制制度など検討すべきです。特に指名委員会等設置会社の指名委員会の決定は拘束力を持つので、自らをキングメーカーだと勘違いしないようにするためにも、指名委員会のトップは必ず一期で交代するという内規を持たない会社はコーポレートガバナンスが機能していないというくらいの基準を明示すべきです。

世界193カ国ありますが、世界で最も貧しいバングラデシュ国でさえも、独立社外取締役は、上場会社の場合1人あたり3社までしか兼務できず、しかも1社につき2期までしか務められないという規定があります。日本はその観点からの議論が全くありませんので、社外取締役の襟を正すにはどうすればいいのか、社外取締役に対してもその透明性を持たせる仕組みを作る必要があると強く思っています。

社外取締役の質を上げ人材を供給するためにアライアンス・フォーラム財団で社外取締役のあり方を互いに学ぶ経営者講座が検討されているので指摘しておきます。

話は変わりますが、法務省代表者がおられるので申し上げますが、1960年当時はニューヨーク証券取引所での株式の平均保有期間は8年程度でしたが、今はスーパーコンピューターによる超高速取引のせいで、保有期間が数秒なのかすら捕捉できないくらい短くなりました。そういう状態のときに、権利確定日に株式を保有していた瞬間株主と、長期間株式を保有している株主が同じ権利でいいのかなど、株主平等の原則がかえって不平等の事態を巻き起こしていないのかなども含め検討していただきたい。「中長期株主への優遇」、「にわか株主の排除」、「保有期間で税率を変える制度改革」など重要課題が山積しています。2013年に議論した優先株によって中長期株主を優遇できるようになり、翌年トヨタ自動車はA株を5000億円発行するなど大きな転機となったはずだが、今後も、会社法、商法、金融商品取引法をさらに整合性のある形で融合し、公開会社法の観点も加えて、「会社は社会の公器である。」といった法体系を編み出していただきたい。

年度末に株式が権利落ちとなり配当の権利を受け取ったらすぐに売却してしまった株主が、3か月後の株主総会に出席して、この事業部門を売却せよとか買えとか主張するのはとんでもない話だと思しますので、この点は検討してほしい。会社は社会の公器であるという観点から、株主の定義をよく考えてほしい。

あとは、金融庁から高速取引の話がありましたけれども、安倍総理も非常に問題視されています。高速取引については、登録義務を課すだけでなく、実際にこの取引に関与した個人や、日本の一般の市場参加者が儲けているのかどうかを徹底的に検証してほしいです。たとえルールに違反していなくても、日本の国富が海外に流出するような仕組みであれば規制すべきだと考えておりますので、よく検証していただければと思います。100億円持つプレイヤーと10万円しか持たないプレイヤーが何回かゲームをすれば、あっという間に10万円しか持たないプレイヤーの資金は消滅します。原理をしっかりと調べて実態を明らかにし、日本国民が貧しくならないような政策を政府はとるべきであると考えています。巨大な資金を操る投機家集団に対して安易に規制緩和をし下手に短期投機金融市場をつくと日本国民は貧しくなるので注意して対応する必要があります。

(小林会長)

本日も非常に貴重で熱心な御意見をいただきましてありがとうございました。議論はここまでとさせていただきます。

それでは、第5回会合の取りまとめを私から申し上げたいと思います。

3月3日に閣議決定された金融庁の金融商品取引法改正案につきましては、一日も早い

成立に御尽力をいただきたいと思ひます。

その一方で、フェア・ディスクロージャー・ルールの施行に当たっては、投資家との建設的な対話に向けて現場が積極的に対応できるように、改正法の成立後から施行までの間に、本ルールの対象となる情報の範囲などにつきまして、先ほど金融庁から御説明があった趣旨を、ガイドラインで明確化して産業界によく周知していただくようお願いをしたい。

事業報告等と有価証券報告書の一体的開示につきましては、2016年に策定した日本再興戦略によれば、具体的な共通化の進め方について本年度中に結論を得ることとなっておりますが、作業が若干遅れておりますので、加速が必要だと考えます。今年年央の成長戦略の策定時までには、共通化、合理化すべき事項及びその内容を明確にし、2018年度中に作業を完遂させるという方向で、関係省庁が連携し合つて具体的なアクションプランを作つていただきたいと思ひます。先ほどの伊藤先生のお言葉を借りれば、攻めの開示を後押しする姿勢がポイントになるかと思ひます。

また、我が国では指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社、監査役設置会社と3つの形態があり、大野さんが御指摘のように、会計基準も日本基準、アメリカ基準、IFRS等が混在しています。この辺はやはり世界的な動向も踏まえながら状況を整理する必要があるかと思ひます。一体的開示に向けた作業に当たっては、このような観点も踏まえていただくことが有意義かと思ひます。

経営システムの強化につきましては、取締役会の監督機能を強化して現役CEOが極めて果敢な決断をしてその手腕をいかんなく発揮することができるように、退任した経営トップの顧問・相談役等への就任に関しましては、その状況を情報開示することで透明性を向上させる施策を関係者で検討していただきたいと思ひます。また、これにより、社会にとって貴重な人材である企業経営経験者が公益的な活動へ参加したり、他社の社外取締役に就任したりすることを後押しするよう期待したいと思ひます。

大場さん、江良さんからもご指摘がありましたように、いかに効率よく稼ぐか、日本企業の稼ぐ力を向上させるかが基本です。これにより持続的な企業価値の向上を図ることが、全ての取組の目的であることをあらためて確認したいと思ひます。

それでは、最後に武村政務官より締めくくりの御挨拶をいただきます。

(武村政務官)

本日は、大変有意義な御議論をいただきまして誠にありがとうございました。

本日の議論を拝聴いたしまして、建設的な対話の実現に向けて国際的にも最も効率的かつ効果的な対話の環境を整備するために、事業報告等と有価証券報告書の一体的開示などの取組を関係省庁が一丸となって強力に進めていただくことが重要であるとの思いを新たにいたしました。

有意義なアイデア、考え方もいただきました。何としても、関連の取組を強力に進めていただきたいと存じます。

取締役会の機能強化や相談役・顧問のあり方につきましては、今後とも継続的な検討を行っていく必要があると感じました。

有識者の皆様には、大変御多忙な中、御参加をいただき、御議論いただきましたことに改めて心から感謝を申し上げます。引き続き御協力いただきますようお願い申し上げます。御挨拶とさせていただきます。

(小林会長)

ありがとうございました。最後に事務局より連絡事項がございますのでよろしくお願ひ

します。

（広瀬日本経済再生総合事務局次長）

この後、17時半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をさせていただきます。ブリーフィングにおきましては、原則、参加者の皆様からの御発言についてはお名前を伏せることとしますが、後日、議事要旨を公開する際、発言者は御確認いただきますよう御協力をよろしくお願いいたします。