

第 101 回 監査技術ゼミ

2021. 9. 2 板垣隆夫

●日 時 9月2日(木) 14時～17時

●テーマ:「コーポレート・ガバナンスをめぐる最近の動向」

●講師: 法令改正検討委員会委員長 板垣隆夫 (元 日本オキシラン(株)常勤監査役)

【構成】 本文 22P

はじめに～特別 WEB セミナーで感じたこと

I 部 コーポレート・ガバナンス改革をめぐる最近の動向の概要

1. 2021 年 CG コード改訂の概要
2. 公益者通報保護法、個人情報保護法の改訂
3. 経産省の研究会等の新たな動向

II 部 論点の検討

1. 特別 WEB セミナーでの提示論点
2. CG 改革&ESG・SDGs 経営に関する報告者の私見概要 (再録)
3. 論点の検討・参考情報
 - ①CG 改革の目的と進め方「稼ぐ力」、「攻めのガバナンス」、コンプライ・オア・エクスプレイン
 - ②社外取締役を中心とする取締役会改革と監査役制度
 - ③サステナブル経営 (ESG・SDGs) の位置づけと今後の進め方
 - ④経営者の選任・報酬、中核人材の育成、人材多様化、人的資本の変革
 - ⑤監査役等の監査機能強化に向けた取り組み
 - ⑥株主・投資家との対話 アクティビスト

<参考資料 14P>

【参考資料 A】 CG コードと対話ガイドラインの改訂に対する当会意見と東証・金融庁コメント

【参考資料 B】 CG 改革&ESG・SDGs 経営に関する報告者の私見概要 (再録)

【参考資料 C】 富山和彦委員の監査役に関する意見書

【参考資料 D】 監査実務研究会・特別 WEB セミナー 参加者コメント・感想

【参考資料 E】 論点提起と三瓶先生レジメ

はじめに～特別 WEB セミナーで感じたこと

- ・三瓶先生の現実を踏まえた、広い視野からの高い識見とプロ投資家としての実行力に感服した
- ・CG 改革を動かしている投資家をはじめとした様々な市場関係者の考え方を理解すること
- ・三瓶先生のような持続的かつ長期的企業価値向上を目指す投資家ばかりでないことも留意が必要か
- ・失われた 30 年から新たな日本経済・企業の在り方を模索する中での企業統治の在り方が問われる
- ・事業環境の大変化を見据えた上で、変革するものと守るべきものを見定めた再構築作業が必要
- ・そうした広い視野を持ちつつ、まずは足元から出来ることを着実に取り組むことが肝要

I 部 コーポレート・ガバナンス改革をめぐる最近の動向の概要

1. 2021 年 CG コード改訂の概要

旬刊商事法務座談会「2021 年 CGC 改訂―市場構造改革を踏まえて」(NO.2266-2267) に準拠

＜参加者＞神田秀樹 学習院大学教授、翁百合 日本総合研究所理事長、島崎征夫 金融庁企画市場局企業開示課長、青克美 東京証券取引所執行役員、武井一浩 弁護士(司会)

* 改革の本流の人たちの本音が分かる。(9) で引用する月刊監査役解説との歴然とした落差に注目

(1) 市場構造改革～今回の改訂の前提

＜市場区分見直しの背景～2 つの課題＞

1. 各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとっての利便性が低い。具体的には、市場第二部、マザーズ、JASDAQ の位置づけが重複しているほか、市場第一部についてもそのコンセプトが不明確。
2. 上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けが十分にできていない。例えば、新規上場基準よりも上場廃止基準が大幅に低いことから、上場後も新規上場時の水準を維持する動機付けにならない。
また、市場第一部に他の市場区分から移る際の基準が、市場第一部への新規上場基準よりも緩和されているため、上場後に積極的な企業価値向上を促す仕組みとなっていない。



<新市場区分のコンセプト・上場基準>

プライム市場	多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資者との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場
スタンダード市場	公開された市場における投資対象として一定の時価総額（流動性）を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場
グロース市場	高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向けの市場

<各市場の上場基準>

- ・定性的基準の第一が CG コード
- ・定量的基準 流動性、流通株式比率、経営成績、財務状態
- ・新規上場の基準と上場維持の基準を同じにする
- ・インデックスの見直し TOPIX の対象は市場第一部全体ではなくなる
- ・プライム市場上場会社は一段高いガバナンスを目指して取り組みを進める努力が求められる

市場区分の見直しに関するスケジュール

時期	内容	備考
2020 年 12 月 25 日	「第二次制度改正」制度要綱公表 ※ 2021 年 2 月 26 日までパブリック・コメントを実施 ※ 2021 年 4 月 30 日に有価証券上場規程等の一部改正について公表	■新市場区分の全体像(市場区分の名称・上場基準等) ■上場会社の移行プロセス ■経過措置
2021 年 4 月 7 日	「第三次制度改正」制度要綱公表 ※ 2021 年 5 月 7 日までパブリック・コメントを実施	■コーポレートガバナンス・コードの改訂、上場料金等
6 月 30 日	移行基準日	■上場会社に対して、新市場区分の選択に際し必要な手続や提出書類等を 7 月 9 日(予定)に通知
9 月～12 月	上場会社による新市場区分の選択申請手続	■新市場区分の上場維持基準と改訂コーポレートガバナンス・コードを踏まえた選択
2022 年 1 月中	移行日に上場会社が所属する新市場区分の一覧の公表	■当取引所ウェブサイトにおいて公表(1 月 11 日を予定)
2022 年 4 月 4 日	一斉移行日	■新市場区分への移行完了

(注)2020 年 11 月 1 日に、「第一次制度改正」として、現行の市場区分の新規上場基準・市場変更基準等に係る制度改正を実施している。

(2) コード改訂の三つの文書を全体として読む

○2020年12月18日「コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保（「フォローアップ会議」意見書（5）」）

○2021年4月6日フォローアップ会議提言

○2021年6月11日コーポレートガバナンス・コード改訂、対話ガイドライン改訂

<三つの主要改訂点> 16原則改訂

◎取締役会の機能発揮

◎中核人材における多様性の確保

◎サステナビリティ

(3) サステナビリティ・ガバナンス

■ プライム市場上場企業において、TCFD 又はそれと同等の国際的枠組みに基づく気候変動開示の質と量を充実

■ サステナビリティについて基本的な方針を策定し自社の取組みを開示

(A) 気候変動関連

【フォローアップ会議提言】

……投資家と企業間のサステナビリティに関する建設的な対話を促進する観点からは、サステナビリティに関する開示が行われることが重要である。

特に、気候変動に関する開示については、現時点において、TCFD 提言が国際的に確立された開示の枠組みとなっている。また、国際会計基準の設定主体である IFRS 財団において、TCFD の枠組みにも拠りつつ、気候変動を含むサステナビリティに関する統一的な開示の枠組みを策定する動きが進められている。

比較可能で整合性の取れた気候変動に関する開示の枠組の策定に向け、我が国もこうした動きに積極的に参画することが求められる。今後、IFRS 財団におけるサステナビリティ開示の統一的な枠組みが TCFD の枠組みにも拠りつつ策定された場合には、これが TCFD 提言と同等の枠組みに該当するものとなることが期待される。……

【改訂版ガバナンスコード】

●基本原則2「考え方」……「持続可能な開発目標」(SDGs)が国連サミットで採択され、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)への賛同機関数が増加するなど、中長期的な企業価値の向上に向け、サステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)が重要な経営課題であるとの意識が高まっている。こうした中、我が国企業においては、サステナビリティ課題への積極的・能動的な対応を一層進めていくことが重要である。……

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

●補充原則3-1③ 上場会社は、一経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取

組みを適切に開示すべきである。……特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。

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

- ・ 統一的な開示促進の動き TCFD 提言、IFRS 財団、林立する枠組みや仕組み
- ・ TCFD など気候変動開示に率先して取り組んでいる日本企業
- ・ 中長期目線での取組みの重要性 グローバルな不可避的な流れ、機関投資家側にも必要
- ・ ガバナンス・コードとシングル・マテリアリティの考え方の親和性
- ・ サステナビリティ委員会の設置 執行側に置くのか取締役会側に置くのか
- ・ リスクと収益機会の両面でとらえることの重要性 中長期的な企業価値向上という軸を持つ

(B) 気候変動関連以外

【フォローアップ会議提言】

中長期的な企業価値の向上に向けては、リスクとしてのみならず収益機会としてもサステナビリティを巡る課題へ積極的・能動的に対応することの重要性は高まっている。また、サステナビリティに関しては、従来より E(環境)の要素への注目が高まっているところであるが、それに加え、近年、人的資本への投資等の S(社会)の要素の重要性も指摘されている。人的資本への投資に加え、知的財産に関しても、国際競争力の強化という観点からは、より効果的な取組みが進むことが望ましいとの指摘もされている。

こうした点も踏まえ、取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定することが求められる。加えて、上場会社は、例えば、サステナビリティに関する委員会を設置するなどの枠組みの整備や、ステークホルダーとの対話等も含め、サステナビリティへの取組みを全社的に検討・推進することが重要となる。サステナビリティの要素として取り組むべき課題には、全企業に共通するものもあれば、各企業の事情に応じて異なるものも存在する。各社が主体的に自社の置かれた状況を的確に把握し、取り組むべきサステナビリティ要素を個別に判断していくことは、サステナビリティへの形式的ではない実質的な対応を行う上でも重要となる。

【改訂版ガバナンス・コード】

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

●補充原則 3-1③ 上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略。経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

●補充原則 4-2② 取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡

る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。……

【改訂版対話ガイドライン】

- 1-3 ESG や SDGs に対する社会的要請・関心の高まりやデジタルトランスフォーメーションの進展、サイバーセキュリティ対応の必要性、サプライチェーン全体での公正・適正な取引や国際的な経済安全保障を巡る環境変化への対応の必要性等の事業を取り巻く環境の変化が、経営戦略。経営計画等において適切に反映されているか。また、例えば、取締役会の下または経営陣の側に、サステナビリティに関する委員会を設置するなど、サステナビリティに関する取組みを全社的に検討・推進するための枠組みを整備しているか。

- ・ S の多様性 サプライチェーン、人権 今回一步踏み出し
- ・ 取締役会のリーダーシップ、とりわけ社外取締役の意識した取組みが求められる
- ・ イノベーションとレジリエンスの礎となるダイバーシティの重要性
- ・ 非財務情報の開示 基準の乱立、企業の疲弊
- ・ CSR と同じと考えるべきでない ESG ESG の S と CSR の S は同じでない
- ・ 事業としての収益性がなければサステナビリティを含めた再投資は難しい

(4) 企業の中核人材における多様性の確保、人的資本・知的財産への投資

- 管理職における多様性の確保（女性・外国人・中途採用者の登用）についての考え方と測定可能な自主目標の設定
- 多様性の確保に向けた人材育成方針・社内環境整備方針をその実施状況とあわせて公表

【フォローアップ会議提言】

企業の持続的な成長に向けた経営資源の配分に当たっては、人的資本への投資や知的財産の創出が企業価値に与える影響が大きいとの指摘も鑑みれば、人的資本や知的財産への投資等をはじめとする経営資源の配分等が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うことが必要となる。

なお、こうした将来に向けた投資等に関しては、投資戦略の実行を支える営業キャッシュフローを十分に確保するなど、持続的な経営戦略・投資戦略の実現が図られることが肝要となる。

【改訂版ガバナンス・コード】

- 補充原則 2-4 ① 上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。

また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。

- 補充原則 4-2 ② 取締役会は、……人的資本。知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。
- 原則 4-11 取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。

●補充原則 4-11① 取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。

- ・ 自主的かつ測定可能な目標の開示
- ・ 人は企業価値に影響を与えるアセットであり、コストではなく投資ととらえる
- ・ 国際競争力の強化の観点からの知的財産の重要性
- ・ 人的資本・知的財産など無形財産が企業価値を決める時代
- ・ 男性育休取得状況など働きやすい環境整備
- ・ 知財ガバナンス～知財の見える化、経営層の経営判断、外侮からの資金調達に活かす
- ・ 中核人材のダイバーシティ（性別、外国人、中途採用者） 多くの企業にとって重たい課題

(5) 取締役会の機能発揮、スキル・マトリックス

- プライム市場上場企業において、独立社外取締役を 3 分の 1 以上選任（必要な場合には、過半数の選任の検討を慫慂）
- 指名委員会・報酬委員会の設置（プライム市場上場企業は、独立社外取締役を委員会の過半数選任）
- 経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル（知識・経験・能力）と、各取締役のスキルとの対応関係の公表
- 他社での経営経験を有する経営人材の独立社外取締役への選任

【改訂版ガバナンス・コード】

●原則 4-8 独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 3 分の 1 (その他の市場の上場会社においては 2 名) 以上選任すべきである。

また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社(その他の市場の上場会社においては少なくとも 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社)は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

●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独立した指名委員会・報酬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。

●原則 4-11 取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバラ

ンス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。

- 補充原則4-11① 取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。

【対話ガイドライン】

- 3-7 ……取締役会の実効性確保の観点から、各取締役や法定・任意の委員会についての評価が適切に行われているか。

- ・独立社外取締役の員数を増やす話と取締役会の質的な議論・スキル・マトリックスは表裏
- ・経営戦略に根差したスキル・マトリックスであることが重要
- ・他社の経営経験のある社外取締役は昔ながらの日本型企業の経営経験でなく現代的な経営経験想定
- ・取締役会の構成員として行う監督は good question を発することで社長としての監督ではない
- ・監査役会のスキル・マトリックス 武井弁護士「監査役も示すべき」「監査役会の実効性評価」
- ・指名委員会・報酬委員会の構成員と権限・役割の明確化。補充原則4-10①「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。」
- ・任意の指名・報酬委員会の位置づけ～会社法よりも踏み込んだコードらしさの発揮
監査等委員会設置会社における監査等委員の指名・報酬への関与（委員会への参加率が高い）

(6) 事業ポートフォリオ戦略・グループ戦略

【フォローアップ会議提言】

- コロナ禍により企業を取り巻く環境変化が加速し、不確実性も高まりを見せている中、事業セグメントごとの資本コストも踏まえた事業ポートフォリオの検討を含む経営資源の配分が一層必要となる。そこで、取締役会(グループ経営をする上場会社においては、グループ本社の取締役会)は、事業ポートフォリオに関する基本的な方針の決定・適時適切な見直しを行うべきであり、これらの方針や見直しの状況を株主の理解が深まるような形で具体的に分かりやすく説明することが求められる。また、グループ経営をする上場会社は、グループ経営に関する考え方・方針について説明する場合も、具体的に分かりやすく行うことが重要である。

【改訂版ガバナンス・コード】

- 補充原則4-2② 取締役会は、……人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。
- 補充原則4-3④ 内部統制や先を見越した全社的なリスク管理体制の整備は、適切なコンプライアンスの確保とリスクテイクの裏付けとなり得るものであり、取締役会はグループ全体を含めたこれらの体制を適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を監督すべきである。

- 補充原則5-2① 上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すべきである。

- ・リスク管理体制を「全社的」及び「グループガバナンス」を加えスコープを広げた
- ・事業ポートフォリオ戦略の重要性
- ・実効性あるグループ戦略

(7) 支配(的)株主等

- プライム市場に上場する「子会社」において、独立社外取締役を過半数選任又は利益相反管理のための委員会の設置

【フォローアップ会議提言】

- グループガバナンスに関しては、グループ経営の在り方を検討する昨今の動きなどを踏まえると、上場子会社において少数株主を保護するためのガバナンス体制の整備が重要、などの指摘がされた。支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社においては、より高い水準の独立性を備えた取締役会構成の実現や、支配株主と少数株主との利益相反が生じ得る取引・行為(例えば、親会社と子会社との間で直接取引を行う場合、親会社と子会社との間で事業譲渡・事業調整を行う場合、親会社が完全子会社化を行う場合等)のうち、重要なものについての独立した特別委員会における審議・検討を通じて、少数株主保護を図ることが求められる。特に、支配株主を有する上場会社においては、独立社外取締役の比率及びその指名の仕組みについて、取締役会として支配株主からの独立性と株主共同の利益の保護を確保するための手立てを講ずることが肝要である。なお、支配株主のみならず、それに準ずる支配力を持つ主要株主(支配的株主)を有する上場会社においても、本改訂案を基にした対応が取られることが望まれる。

【改訂版ガバナンス・コード】

- 基本原則4「考え方」.支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならないのであって、支配株主を有する上場会社には、少数株主の利益を保護するためのガバナンス体制の整備が求められる。
- 補充原則4-8③ 支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上(プライム市場上場会社においては過半数)選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。
- ・支配株主に対する規律 「支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならない」
- ・支配株主からの独立性の付加
- ・支配的株主の定義

(8) その他改訂

- 議決権電子行使プラットフォーム
- 英文開示
- 監査役会等へのダブルレポーティングライン
- 株主への対話対応者

【改訂版ガバナンス・コード】

- 補充原則1-2④ プライム市場上場会社は、少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。
- 補充原則3-1② プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。
- 補充原則4-13③ 上場会社は、取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。
- 補充原則5-1① 株主との実際の対話(面談)の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部、社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とすべきである。

(9) 監査役等にとっての今回改訂の意義と限界

金融庁企画市場局企業開示課管理官他「改訂コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインにおける監査関連の規律」(月刊監査役 No.724 2021,8,2) に拠る

★本流座談会では全く無視か僅かに触れられたことを詳述(日本監査役協会の顔を立てた?)

<1. 監査に対する信頼性の確保及び実効的な内部統制・リスク管理>

(1)実効的な内部統制・リスク管理

- ・「守りのガバナンス」と「攻めのガバナンス」は企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を実現する上で不可欠であり、両者は二項対立の関係にあるものではないとの指摘。
- ・補充原則4-3④を改訂し、取締役会に対して、グループ全体を含めた内部統制と全社的リスク管理体制を適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を監督するよう求めている。
- ・(1)リスクを損失回避等マイナス要素を減らすものとして捉えるのみならず、企業価値の向上の観点から企業として引き受けるリスクを取締役会が適切に決定・評価する視点や、(2)内部統制やリスク管理をガバナンス上の問題としてより意識して取り扱うことの重要性を踏まえることが重要。

(2)内部監査部門の活用

- ・内部監査部門の取締役会、監査役会等へのデュアルレポーティングライン。
- ・内部監査部門の執行サイドからの独立性確保の観点から、内部監査部門の人事に監査役が関与することの重要性についての指摘がなされた。
- ・いわゆるデュアルレポーティングラインの重要性は会社の機関設計ごとに変わるものではないとの指摘があった。

(3)監査役の独立性の確保

- ・フォローアップ会議では、こうした会社法上の権限にもかかわらず、実際には監査役の候補者や個別

報酬額を執行側が提案している例や、執行側から提示された個別報酬額で監査役会が決定している例が大半を占めていることが紹介され、監査役の独立性の実質的な担保が必要であると指摘された。

- ・こうした指摘を踏まえ、改訂版コードでは、原則4-4を改訂し、監査役が、その選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、独立した客観的な立場において適切に判断を行うべきことを明示している。また、改訂版ガイドライン3-10において、監査役が適切な手続を経て選任されているか否かを、機関投資家と企業との対話において重点的に議論することが期待される事項として追記している。
- ・なお、改訂版ガイドライン3-10での「監査役会の同意をはじめとする適切な手続」は、前述の会社法上の監査役選任議案に対する監査役会の同意権の適切な行使等を想定しているが、例えば、任意の指名委員会において監査役の候補について議論され、当該議論へ監査役が適切に関与している場合等も、当該「適切な手続」となり得るものと考えられる。こうした選択肢も含め、各社において、自社の置かれた状況等を踏まえ、監査役の独立した客観的な立場を確保する観点からの手続、措置、取り組み等の検討が進められることが期待される。

**→当会のパブコメ意見への東証・金融庁の回答と同じスタンス。「コードに明文として記載はしません
が、各社において自主的に進めることは妨げません」 【参考資料A】 参照**

2. 公益者通報保護法、個人情報保護法の改訂

(1) 公益者通報保護法の改訂 →詳細は10月監査実務研究会（森田委員報告）

- ・2020年6月12日「公益通報者保護法の一部を改正する法律」が公布された。公布から2年以内に施行される。
- ・2021年4月「公益通報者保護法に基づく指針等に関する検討会報告書」パブコメ実施。企業としては、この指針により具体的となる義務の内容を踏まえて体制を整備していくことになる。
- ・今回の改正は約15年ぶりの大きな改正であり、かつその内容は企業の内部通報体制に関する義務・責任を重くするものであり、企業法務・監査役業務への影響も大きい。
- ・主な改正点は、第一に、常時使用する労働者の数が301人以上の事業者において、公益通報への対応体制整備が義務付けられた。任命が必要となる公益通報対応業務従事者には刑事罰付きの守秘義務も課された。「通報者の情報を得ようとする経営陣の圧力を、従事者が刑事罰を理由にはね返し、情報を守れるようにするのが趣旨」。
- ・第二に、保護される者の範囲が拡大され、役員や退職後1年以内の退職者も含まれることになった。通報対象事実も、刑事罰の対象となり得る事実のみならず、行政罰（「過料」が科されるもの）の対象となり得る事実にまで広げられた。

第三に、行政機関やマスコミ等に対する通報について、通報者が、公益通報を理由とした不利益取扱いの禁止等の保護を受けるための保護要件が緩和されている。行政機関に外部通報への対応体制の整備義務が定められることから、重要事案に関する外部公益通報（内部告発）が間違いなく増えることが予想される。

- ・内部通報を含む公益通報の利用が活発化することが想定される。そして、より大きな視点からは、企業における不正が後を絶たない現状において、従業員が目当たりにした不正に対し声を上げやすくなる社会に日本が変容していく大きなうねりの中に、今回の改正がある。企業が生身の人間の集合体

であり、不正はゼロにはならない以上、企業が、自ら不正を防止し、その早期発見・是正をするという「自浄作用」がますます重要となる。

- ・企業集団においては、グループ全体としての体制整備の一環として、各グループ企業が内規において内部通報制度について定め周知した上で、通報窓口は親会社に一元化して設置するなどの手法を取っていくことになろう。

★社員から信頼され、不利益を被ることにに対する不安、問題の改善につながらないことへの懸念を持つことなく利用できるか

(2) 個人情報保護法の改訂

- ・2020年（令和2年）改正 3年ごとに見直し規定に基づく初めての法改正

改正個人情報保護法が2020年6月5日に成立し、同月12日に公布された。改正法は、2022年4月1日に施行。

（2021年（令和3年）改正案 個人情報保護制度の官民一元化）

- 1.漏えい等に関する報告・通知の法的義務化
- 2.個人情報の不適正利用禁止
- 3.仮名加工情報の導入
- 4.個人関連情報の規制の導入

1.個人の権利の在り方	・利用停止・消去・第三者提供の停止請求の要件を緩和・保有個人データの開示方法のデジタル化・第三者提供記録の開示を義務化・6か月以内に消去するデータも「保有個人データ」に該当・オプトアウト規制の強化
2.事業者の守るべき責務の在り方	・漏えい等に関する報告・通知の法的義務化・個人情報の不適正な利用の禁止
3.事業者による自主的な取組を促す仕組みの在り方	・法に基づく公表事項の追加・企業の特定分野（部門）を対象とする団体を、認定団体制度に基づき認定可能
4.データ利活用に関する施策の在り方	・仮名加工情報の導入・個人関連情報規制の導入
5.ペナルティの在り方	・命令違反等の法定刑を引き上げ、法人処罰への重科（1億円以下の罰金）を導入・委員会は事業者の命令違反を公表できる
6.法の域外適用・越境移転の在り方	・外国事業者に対する法執行の域外適用の強化・越境移転規制の強化

3. 経産省のガバナンス関連研究会の新たな動向

(1) 今までの経緯 CGコード、会社法改正の先取り

●CGS研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）座長：神田秀樹

2015.7「コーポレート・ガバナンスの実践～企業価値向上に向けたインセンティブと改革」

2017.3「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」

2018.9「CGSガイドライン改訂版」

2019.6「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」

2020.7「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」

(2) 2021.7「サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会」

(SX 研究会) 座長伊藤 邦雄、三瓶裕喜委員

- ・ 2017.10「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」（伊藤レポート 2.0）
- ・ 2019.11「サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会」座長伊藤 邦雄、三瓶委員
- 2020.8 中間取りまとめ「サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）の実現に向けて」

(3) 2021.7「人的資本経営の実現に向けた検討会」座長伊藤 邦雄、三瓶委員

- ・「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会」 2020.9「人材版伊藤レポート」公表

(4) 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議」 座長：水口剛

- ・ 2021.6.18「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」公表
- ー持続可能な社会を支える金融システムの構築ー

II 部 論点の検討

1. 特別 WEB セミナーでの提示論点 【参考資料 E】

<テーマ：CG改革の成果と課題、今後の方向性と監査役等への期待～投資家の立場から>

A. 2015 年以降のCG改革の成果と残された課題

- ーなぜ改革が必要であったのか 日本経済と日本企業をめぐる「不都合な真実」
- ー海外を含む投資家から見た日本企業のガバナンスの問題はどこにあったのか
- ー成長戦略の一環として政治主導で短期間でダブルコードが制定されたことの功罪
- ー攻めのガバナンスの強調の結果、守りのガバナンスが軽視されたのではないのか
- ーこの6年の成果と残された課題（何が変わり、何が変わらなかったのか）
- ーCG改革は形式的には進んだが、内実は大きく変わっていないという評価は正しいのか

B. これからのCG改革の進むべき方向性

- ーF U会議で監査役制度及び監査役等の機能問題が軽視されているのではないのか
- ーF U会議は日本の経営システムとしてモニタリング・モデルを目指しているのか
- ーマネジメント型の取締役会は世界標準から外れた時代遅れの制度なのか
- ー社外取締役が過半数になった時は監査役制度を廃止し、委員会型に一本化するのか
- ーESG・SDGs 経営とステークホルダー資本主義は企業の在り方を根本的に変えるのか
- ー日本のCG改革は欧米からの周回遅れとの批判は当たっているのか（上村達男教授等）

C. 投資家の立場から監査役等に期待するもの

- ー海外を含む投資家から見た監査役制度の問題点
- ーフォローアップ会議で岡田委員が提起した監査役に関する課題をどう評価するか
 - ①監査役の選任・報酬プロセスへの主体的参画、②指名委員会等の任意の委員会への（社外）監査役の参加、③投資家との対話への監査役の参加
- ー監査機能全般の実効性アップのために何が必要か（デュアル・レポートライン（含む内部監査部門への指示命令権・監査部門長人事への関与）、社外取締役との連携、三様監査の連携の深化等）
- ー監査役は攻めのガバナンス（企業価値の長期持続的向上）にどう貢献すべきか（不要？）

- 監査役等（常勤・非常勤）に求められる資質、能力、資格は何か
- 監査役等（内部監査部門）をキャリアとしてどう位置づけるか（充て職でいいのか）
- 監査役等への期待

【板垣 事前コメント・質問】 参加者全員のコメント・質問の集約は【参考資料D】参照

1. コメント～投資家に対するイメージ

- ・CG改革以前での投資家のイメージは、「他の利害関係者（社員、経営者、株主など）の犠牲の上に、自らの利益を創る」海外ハゲタカファンドであり、投資先に対し株主や投資家の利益を最優先するよう迫る村上世彰氏に代表されるアクティビストファンドでありネガティブな印象が強くあった。
- ・2014年以降のCG改革の中で、SSC・CGCを策定、改訂する有識者会議、フォローアップ会議等に参加する投資家サイドの方々の発言を通して、企業の持続的な企業価値創造を目指す立場から企業経営にエンゲージする投資家の存在を知ることが出来た。
- ・同時に、投資家と言っても様々な立場があり、「投資家」として一括して論じることは適切ではないと感じている。機関 vs 個人投資家（株主）、国内 vs 海外投資家、アセットオーナー vs 運用機関、アクティブ運用 vs パッシブ運用、長期保有 vs 短期保有、機関投資家 vs 議決権行使助言会社等々。
- ・三瓶先生のように投資家フォーラムに参加する投資家は、企業の持続的な企業価値創造を実現するために個別企業との真摯なエンゲージメントを行うと共に、日本の企業社会や日本経済の健全な発展を目指して意見発信されており、基本的な目標においては監査懇話会に結集する現役&OB 監査役等と合致する。その一方では、あるべき制度論や目標達成の方法論においては、立ち位置の違いから意見の異なる部分は多々存在する。一致点をどう拡大するかが今後の課題である。

2. 質問～機関投資家に関する疑問

(1) パッシブ運用する機関投資家について

- ・エンゲージメントはコスト増として回避され、希望する機関投資家は実際には少ないのではないか
- ・議決権行使についてもリサーチせずに助言会社に機械的に従うことがコスト削減となることから、形式的対応が主流となる必然性があるのではないか

(2) 海外の機関投資家について

- ・海外の機関投資家の影響力はどれ位大きいのか（特に米国による長年の対日圧力との一体化？）
- ・国内の投資家の発言は海外の機関投資家の意向が色濃く反映されているのではないか



★海外投資家やパッシブ運用する投資家が、企業経営について形式的な判断基準を重視することから、CG改革を通して経営のグローバル基準への統一化が進んでいるのではないかと（モニタリング・モデル、日本特有の監査役制度の排除、政策保有株の縮減等）。そのことは、必ずしも日本企業による自社の状況に応じた長期的な企業価値の向上態勢の構築をもたらさず、逆に企業価値を毀損するおそれもあり得るのではないかと。

(3) アクティビストと機関投資家

- ・最近アクティビストの提案に対し、機関投資家が株主総会で同調することにより株主提案が可決もしくはそれに近い支持を得る事例が多くなっているように思える。このことはCG改革の長期的な企業価値重視の動きにもかかわらず、結局はパッシブ運用や海外の投資家が短期的視点からの業績成果を求める傾向を強めることにはならないか。

2. CG改革&ESG・SDGs経営に関する報告者の私見概要（再録）【参考資料B】

3. 論点の検討・参考情報

- ①CG改革の目的と進め方「稼ぐ力」、「攻めのガバナンス」、コンプライ・オア・エクスプレイン
- ②社外取締役を中心とする取締役会改革と監査役制度
- ③サステナブル経営（ESG・SDGs）の位置づけと今後の進め方
- ④経営者の選任・報酬、中核人材の育成、人材多様化、人的資本の変革
- ⑤監査役等の監査機能強化に向けた取り組み
- ⑥株主・投資家との対話 アクティビスト

*以下、三瓶氏や報告者の主張は★マーク<三瓶><報告者>で示す。

① 2015年以降のCG改革の目的と進め方

- なぜ改革が必要であったのか、日本経済と日本企業をめぐる「不都合な真実」とは
- 最大の目的たる日本企業の「稼ぐ力」は強化されたのか
- 日本のCG改革は欧米からの周回遅れとの批判の可否、米国式経営の後追いではないか
- 「コンプライ・オア・エクスプレイン」は機能しているのか

★<三瓶> CG改革とは何であったか 【参考資料E】 参照

- ◇アベノミクス三本の矢の一つ、成長戦略に位置付けられた重要施策
- ◇成長戦略に位置付けられたので、「攻めのガバナンス」がキーワードとなっている
- ◇CGコードの副題『会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために』が目的を示す
健全なリスクをとる体制を整備し、説明責任を果たすことで経営の裁量を発揮して「稼ぐ力」を強化し、競争力ある成長で日本が直面する課題解決の牽引を目指すもの
- ◇「軸」はブレていないが、日本固有の課題解決に時間を要している間に、世界の変化に追随する必要性に迫られ、新たなアジェンダが加えられた（CGの意義が曖昧になっていないか？）

【同時並行で進行する大変化】→複雑化する課題

- ①気候変動の深刻化による不可逆的な危険領域への突入
- ②ESG・SDGsを重視する国際的潮流の急拡大
- ③株主資本主義に対するステークホルダー資本主義の急台頭
- ④日本固有問題の解決に向けた変革 「残された時間は少ない」

★CG改革の今後の方向性<三瓶>

- ◇コーポレートガバナンス・コード再改訂のキーワードは「変化」
企業経営への期待→◇ 正解のない「決断」と、その決断に対する「説明責任・結果責任」◇（そのために）合理性と透明性が不可欠◇（期待する成果は）変化への有効なスピードでの対応→取締役会の独立性、権限集中回避（執行と監督の分離/モニタリング型）・指名委員会の設置・報酬委員会の設置・独立社外取締役の比率
- ◇旧来の「守りのガバナンス」、CG改革での「攻めのガバナンス」に、「変革（トランスフォーメーション）」

ョン) のガバナンス」が加わる

◇世界は、企業の経営判断の選択肢、独自の工夫などを尊重した「コンプライ・オア・エクスプレイン」の時代から、社会からの要請を全面に出したルール化へ転換しつつある

◎宮島英昭・齋藤卓爾「アベノミクス下の企業統治改革—二つのコードは何をもたらしたか」

(商事法務 NO.2224~2236)

<企業統治改革の論理構造>

- ① アベノミクスの暗黙の認識は、日本企業の根本的問題が、企業統治の欠如による、いわゆる経営の保守主義化、安逸な生活の享受にある。
- ② この企業統治の問題を解決するために、株主の強い関与、独立社外取締役の導入、役員に対する業績連動型報酬制度の導入を試みた。
- ③ 企業統治の強化が、収益の向上による果実を広く国民に均霑させるメカニズムとして、企業成長、生産性の上昇が期待された（トリクルダウンを想定）

➡

「企業統治改革と機関投資家の関与の増大はコスト削減などに伴う売上高利益率の上昇により利益の拡大に寄与した可能性がある。しかし、企業統治が、増加した利益を設備投資や研究開発に向ける行動を促進したとはいえない。機関投資家の関与の増大は、何よりも、配当の増額や自社株買いという形での株主還元の拡大や負債の圧縮に利用する傾向を促進した。」

「企業統治改革だけでは、企業経営者のリスク態度を変えて、投資を促すのは困難であろう。」

<周回遅れの株主主権強化>

- ・世界金融危機後の先進国では株主利益の過度の保護が、他のステークホルダーに及ぼす懸念が強まり、企業統治においては、ステークホルダー重視の方向に軸足を移しつつある。それに対して我が国の企業統治システムの問題点が、依然弱い株主の関与にあり、その関与を強化することを通じて、経営効率の上昇、イノベーションの活性化、リスクテイクの促進を図る点で、いわば「周回遅れ」の側面がある。
- ・米国型の株主主権の統治制度の導入を図ったが、日本の企業統治システムの米国型のシステムへの収斂をもたらしたわけではない。ハイブリッドな構造への収斂とハイブリッドなシステムのファインチューニングをもたらした。→内部昇進者からの経営者選任、なお多数の監査役会設置会社、経営者と従業員の報酬格差の小ささ

➡ハイブリッドなシステムの本質は、アウトサイダー（株主）によるガバナンスとインサイダー（コア従業員と経営者）によるガバナンスの結合であり、アウトサイダーの影響力は上昇したとしても、インサイダーの影響力は維持され、実質的である。

➡今後のわが国の企業統治改革で重要なことは、米国型で顕著となりつつある欠陥を持ち込むことなく、日本型システムの抱える問題点を克服することである。従来の日本型の維持でも、米国型への収斂でもない、第三の道の戦略的追求。

★一橋大学飯屋広郷教授(会社法)「3先生と私」(2021) から

「CG改革が進展中の日本においては、規範論としてのモニタリング・ボードが唯一目指すべき

目標として受け入れられつつあり、その観点からの改革が進められているように見えるわけである。宍戸先生流に言えば、機能的収斂は起こりえないのに、ひたすら法制度の形式的収斂（アメリカ化）ばかりをやっているのが今の改革であるということになるだろう。事実、宍戸先生は、2017年の論攷において、モニタリング・ボードは、今後の日本に最適なボード・システムを議論する理論的基盤としては問題があるとされている。われわれは、この指摘を真剣に受け止め、検討してみる必要がある。」

◎CG改革の進め方（ソフトロー主導の可否）

◇＜三瓶＞政府主導の下、「指示待ち」姿勢の企業が多い

◇形式的な「コンプライ」表明、横並びの行動が目立ち、企業はベストプラクティスとされた行動を均しく採用し、投資家は形式的な基準からそれを判断する傾向が目立つ

➡企業は自社の直面する環境とその特性に即して選択し、ベストプラクティスとされた行動が合理的でない場合には、その理由を躊躇なく説明（エクスプレイン）することが望ましい。積極的なエクスプレインを表彰？

②社外取締役を中心とする取締役会改革と監査役制度

—CG改革はモニタリングモデルを目指しているのか（⇔マネジメント型取締役会）

—F U会議等で監査役制度及び監査役等の機能問題が軽視されているのではないか

—海外を含む投資家から見た監査役制度の問題点

—三つの機関設計の統合は必要か、どういう方向で統合するのか

◎CG改革におけるモニタリング・モデル志向の是非

- ・社外取締役拡大 会社法最低1名義務化、CGC 2人以上→1/3、プライム市場ではできれば過半数
- ・CGコード制定の当初からのモニタリング・モデル志向➡完全なモニタリング・モデル化
- ・社外取締役の数だけを形式的に増やすことが本当に持続的成長と企業価値の向上につながるのか（★＜三瓶＞数だけ増やすのは意味がない）
- ・日本のマネジメント型取締役会（含むハイブリッド型）と米国的モニタリング・モデル型取締役会（社外取締役の人数は過半数）の優劣は決着がついておらず、各社が主体的に選択する問題である
- ・モニタリング・モデルの先に取締役会3.0は有り得るか 後述日経コラム参照

◎三つの機関設計の統合を進めるべきか

- ・岡田委員の問題提起への賛同～異夢同床 監査役会制度主体（岡田）か委員会制度主体（その他）か
- ・委員会型先進企業の不祥事頻発が、委員会型ガバナンスの優位性神話や社外取締役の社内外監査役に対する優位性神話を揺るがし、監査役の独任制や情報収集力の決定的重要性や三様監査や社外取締役と監査役の連携の重要性が再認識された。
- ・社外役員中心の任意の指名・報酬委員会が設置されることにより3機関の差異は縮小した。一方監査機能については、機関設計が異なってもその実効性に差があるのはおかしいとの意見が優勢となっている（内部監査部門のデュアルレポートライン、常勤必置等）。＜報告者＞

- ・岡田委員の真意（フォローアップ会議発言 2020.12.8）

「前回の会議で社外取締役が過半数になると、監査役会設置会社という機関設計自体の否定になるという意見がありましたが、私は社外取締役過半数という要請は、日本に根づいた監査役会設置会社という優れたガバナンスモデルを否定するものではないと思います。

ただ、海外の投資家にとって監査役制度は非常に分かりにくいので、理解を得やすくするためには、グローバルに分かりやすい社外取締役による効率性ガバナンスと、日本独自の監査役による適法性ガバナンス、この両方を兼ね備えた、いわゆるデュアルモニタリングの監査役会設置会社をプライムとして認めるというような発想であるべきだと思います。」「私は、日本でまだ多数を占める監査役会設置会社が国際的にハンディを負い続けることなくグローバルに打って出られるように、社外取締役も確保しながら、デュアルモニタリング体制を整えて、プライム市場へという道筋を出せないかと思っています。」

背景には、なお多数を占める監査役会設置会社がフォローアップ会議等で殆ど無視されていることへの危機感と社外取締役過半数論が多数を占めれば即監査役制度否定論になることへの危惧＜報告者＞

＜参考＞

★新山雄三・2020年専修法学論集「私的自治の株式会社法的変容としての客観的業務監査の必然性」

(1) 監査役制度の意義

- ・株主によるガバナンスの脆弱性の補強のための業務監査の存在は必須不可欠なものであり、それこそが企業統治改革の中心的課題である。
- ・二つの業務監査の区別が必要。一つは業務執行機関内部における経営決定の適正性透明性を確保するためのいわば主観的な業務監査であり、その担い手は取締役会とりわけ社外取締役である。もう一つは、業務執行機関の外部の監査機関として、会社全体の利益、少数派を含む株主全体の利益、ステークホルダーの利益等々の観点から、業務執行機関の経営行動を監視監督するいわば客観的な業務監査であり、法律形式的には監査役（会）制度が存在する。
- ・ガバナンス改革の積極的側面。社外取締役の拡充強化や機関投資家の積極的な介入等を通じての経営への株主等の意見反映。CGコードが表明する、株主の権利や平等性の確保、適切な情報開示と透明性の確保、株主との対話の促進等々は、株主によるガバナンス強化策として評価されるべきである。
- ・ガバナンス改革の消極的側面。アメリカ法化が進み、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社の導入により監査役（会）制度が廃止され、ガバナンス強化に逆行した。

③サステナブル経営（ESG・SDGs）の位置づけと今後の進め方

- ESG・SDGsは一時的なブームに終わることはないのか
- 投資家は本気でサステナビリティ課題を重視しているのか
- 社会課題の解決と経済利益の追求は両立するのか、どちらが優先するのか
- ESG・SDGs経営とステークホルダー資本主義は企業の在り方を根本的に変えるのか

●2021年6月監査実務研究会「ESG・SDGs経営（特にSの課題を中心に）」参照

★＜三瓶＞ 重要性を認めつつも厳しく冷めた目で見ている

◇サステナブル投資が加速する要因 規制強化、選択肢の制約、主導権争いなど

◇活動家主導で Integration（統合）から Intervention（介入）へ* Engagement よりも exclusion / divestment への圧力

◇ESG 格付による選択肢の制約、価値観の画一化

三瓶「サステナビリティ経営が直面する課題」（商事法務 2021.7.5）

「サステナビリティ経営について日本では、地球に良いこと、環境に良いこと、人に良いことなど、優しく明るいイメージの情報発信が目立つが、欧州の機関投資家や企業が難しい決断を迫られ変革を進めている状況と対照的である。サステナビリティ経営に求められる前提条件はいずれも ROIC への下方圧力、リスクプレミアムの増加を通じて資本コストの上昇要因となる。なぜなら、「変化」、「規制導入」、「課題解決技術の開発」、「非連続的イノベーション」、「共通課題・共通目標」、「ダイベストメント」、「国際目標の時限設定」と、そのほとんどが「既存事業の投資回収中止」、「回収時期が不明確な投資の実行」、「必要投資額の増加」、「高コスト」、「差別化困難」など、ROIC の低下、投下資本の回収可能性の低下を示唆するからである。」

「従来から資本コストを下回る ROIC しか達成できていない日本企業には、下方圧力を吸収する余裕はない。資本コストに対する未達幅が一層拡大するようでは、資本へのアクセスが困難になる。つまり、リスクプレミアムが大幅に上昇し資本コストが非常に高くなるか、株主が内部留保を認めないという事態も起こり得る。地球規模の共通する社会課題解決に挑む中で、資本へのアクセスの難易度、資本コストの差は企業の競争力に大きく影響するはずである。その結果、多くの日本企業が掲げるステークホルダー共創経営は実現が難しくなる可能性がある。」

◎パーパス経営

企業理念や存在意義を明確にすること。その際は、自社がどうありたいかという視点だけではなく、社会の中でどのような価値を生み出すか、どのような社会課題を解決するかという視点が求められる。これにより、自社の競争優位性の明確化、経営戦略のコアの特定が可能となる。（人材版伊藤レポート）

◎エクソンモービルの事例、仏ダノン社の事例

◇<2021 年 6 月 1 日 日経コラム一目均衡 編集委員 小平龍四郎氏> 「取締役会 3.0」に挑む企業

「米エクソンモービルに社外取締役を送り込むことに成功した投資ファンドのエンジン・ナンバーワン。彼らの立てた取締役候補は、米コノコフィリップスで長く経験を積んだグレゴリー・ゴフ氏やフィンランドのネステで代替燃料事業にかかわったカイサ・ヒータラ氏など、エネルギー業界の専門家が多い。2020 年 12 月、エンジンはエクソン宛ての書簡のなかで「独立社外取締役はエネルギー業界の専門家がいらない」と批判した。そのうえで、社外から専門家を取締役に招き、脱炭素社会にふさわしい戦略を再構築しようというのが要求の中心だった。エンジンの目指す企業統治は取締役会が経営の執行を監視する「モニタリングモデル」ではない。そこから一歩踏み込み、社外取締役がビジネスモデルの構築や戦略立案に積極的にかかわることが想定されていた。こうした企業統治のかたちを「ボード（取締役会）3.0」と呼ぶ。」

詳細は近沢諒「エクソン・モービルにおける ESG アクティビズムとその教訓」（商事法務 NO.2265）

→情報開示等の勧告的提案から取締役選任議案へ

◇高山与志子「環境・社会の課題に対する企業の取り組みと投資家との対話」（商事法務 NO.2268）

三、フランス：ダノンのケース～企業のパーパスの前に利益を置くという短期の考え方がアクティビスト投資家に勝利をもたらした？ 投資家は企業が環境や社会を重視してそれらに関する目的達成に取り組むことに賛同するが、同時に長期的な企業価値向上についても厳しく見ていることを示す？

◎花王の先進事例

「調達に関わるサプライチェーン ESG 推進ガイドライン」策定～取引先に対し第三者監査を実施

[花王ニュースリリース](#) 「花王は「責任ある原材料調達」の実現に向けて、取引先に法令遵守に加え、「社会的責任」と「環境」への配慮を求めている、遵守する取引先から優先して調達しています。社会的課題解決のさらなる推進に向けて新たに策定した「調達に関わるサプライチェーン ESG 推進ガイドライン」では、既存の「調達先ガイドライン」の周知を図り、第三者監査を含めて遵守状況を確認するとしています。違反がある場合には、改善指導や取引の中止など、適切に対応していきます。また、花王が調達する原材料の中から、人権・環境の課題が大きなサプライチェーンを「ハイリスクサプライチェーン」として特定し、現場での対話を通じてリスクを把握し、課題の本質を見極め、取引先や NGO と解決に向けて取り組み、進捗を公表していきます。」

④経営者の選任・報酬、中核人材の育成、人材多様化、人的資本の変革、企業風土

- CG 改革の本丸である経営トップの選任・報酬の監督は実質的に進んだのか
- ダイバーシティの推進は掛け声だけでなく実質的に進めるためには何が必要か
- 従業員のやる気を

●2021 年 4 月監査実務研究会「働き方改革と在宅勤務」参照

◎人材版伊藤レポート（また伊藤邦雄かとうんざりするが強い影響力を持つ以上無視はできない）

2020.9.30「持続的な企業価値の向上と人的資本に関する研究会 報告書」

- ◆人材戦略の変革にあたっては、経営陣によるイニシアティブ、取締役会によるガバナンス、企業と投資家との対話の強化が重要。
- ◆経営陣においては、企業理念や存在意義（パーパス）、経営戦略を明確化した上で、経営戦略と連動した人材戦略を策定・実行すべきである。その実行にあたっては、CHRO の役割が重要であると同時に、経営トップ 5C（CEO,CSO,CHRO,CFO,CDO）の連携が重要となる。また、従業員・投資家に対し、人材戦略を積極的に発信し、対話することが求められる。
- ◆取締役会においては、経営戦略の実現可能性という観点から経営戦略と連動した人材及び人材戦略が重要であること等を踏まえ、人材に関する議論を行い、自社の人材戦略の方向性が経営戦略の方向性と連動しているかについて監督・モニタリングを行い、適切な方向に導くことが求められる。
- ◆投資家においては、中長期的な企業価値の向上につながる人材戦略について、企業からの発信・見える化を踏まえて対話、投資先の選定を行うことが求められる。

*伊藤邦雄氏が挙げる人的資本向上に必要な視点「コーポレート・ガバナンスの文脈で捉える」「持続的企業価値創造の文脈で捉える」「投資家目線の文脈で捉える」。「経営がイニシアチブを持ち従業員へベクトルを向け、積極的な対話を行っていく必要がある」は変革の方向性を示唆する。従来の人的資源や人材管理といったマネジメント業務ではない。「企業と従業員が相互に依存していた関係は終

わり、個の自律、人材の活性化が求められる。」

★人材に関し＜三瓶＞

◇（企業は）個の重視、◇（個人は）自主性。◇危機感の共有が変化への抵抗感を乗り越える⇒多様性からの学び、・スキルマトリックス、・外部人材の中核機能への登用、・人材から人的資本への転換

◇＜補足＞閉鎖性のチェック

1. 「阿吽の呼吸」、「暗黙の了解」に期待していませんか？◇”空気”ではなく、合理的判断ができる環境整備が必要不可欠
2. マイノリティ経験はありますか？◇多様性（D）を受け入れる（I）準備として、マイノリティ側の体験が必要
3. 行動経済学の罠にはまらない体制はありますか？
 - a. ハーディング（群がり）：ハーディングはレッドオーシャンに直結。避けるには不完全な情報で決断する必要がある
 - b. 損失バイアス：損失に対する不満足は、同じ大きさの利益から得られる満足よりも大きい（損失回避、損失への過敏性）
 - c. 現状維持バイアス：現状を改める行動や選択には心理的な負担が掛かるので、現状を維持しようとするバイアスが働く
4. 二次情報・三次情報ではなく一次情報を確認していますか？

◇”みんなが言っている”と受け入れ、“本当か”どうかを疑わない・・・ハーディングやマジョリティに取り込まれる
5. 独自に市場調査・データ分析を行なっていますか？

◇マクロ・トップダウンでは先行できない・・・ハーディングに陥りやすい

◇直接の顧客（納入先）ではなく、最終需要市場を独自に調査し、納入先の発注の確からしさをチェックしてますか？
6. 企業の目的、長期ビジョンを経営陣・従業員で共有できていますか？

★＜報告者＞日本的経営が従業員重視といいながら、失われた30年では実質賃金低下、正規非正規雇用の格差の拡大・非正規比率の増加、労働分配率の低下、労働組合の影響力低下が顕著な特徴であった点を踏まえたCG改革策が求められるのではないかと。→英国CG改訂での従業員重視への転換

⑤監査役等の監査機能強化に向けた取り組み

- 監査役は攻めのガバナンス（企業価値の長期持続的向上）にどう貢献すべきか
- 監査役等（常勤・非常勤）に求められる資質、能力、資格は何か
- 監査役等（内部監査部門）をキャリアとしてどう位置づけるか（充て職でいいのか）

●2021年1月監査実務研究会「企業価値向上・創造に関わるリスク（攻めのガバナンス）に対する監査役への対応」参照

●2021年5月監査実務研究会「監査役選任・報酬決定プロセスについて」参照

◎フォローアップ会議での岡田委員が提起した課題

- ① 監査役の選任・報酬プロセスへの主体的参画、
- ② 指名委員会等の任意の委員会への（社外）監査役の参加、
- ③ 投資家との対話への監査役の参加

◎フォローアップ会議富山和彦委員の監査役に関する意見書とその後の沈黙 →【参考資料 C】

◎監査役会の自己評価、監査役等の資格条件設定

⑥ 株主・投資家との対話、アクティビストへの対応

- 海外投資家、パッシブ運用投資家やアクティビストの振舞いがCGにマイナスになっていないか
- 監査役等が株主・投資家と対話することは必要か
- 企業と投資家のエンゲージメントの際注意すべき点は何か

◎窪田真之「投資家が監査役等に求める対話とは」（月刊監査役 2021.1.25）

<監査役等と投資家の対話が重要になる三つの理由>

- ① KAMの決定に果たす監査役等の役割が大きいこと
- ② ESG情報、中でもガバナンス情報の重要性が高まったこと
- ③ スチュワードシップ・コード改訂で投資家と監査役等との対話が推奨されたこと

★<三瓶>投資家の立場から監査役等に期待すること

- 利害関係者からの独立性
- 監査役と監査（等）委員である取締役の違い
- 「訴訟リスクの視点」から「外部評価の視点」へ
- 「正確・適法止まり」から「企業価値の視点」へ
- 取締役会での積極的な発言
- 投資家の問題意識の理解、投資家との対話
- 企業と投資家のエンゲージメントの成果
- 長期投資の判断に必要な情報発信の要素 ◇根拠、合理性・整合性、実行可能性◇Why の重要性

◎東芝の事例、天馬の事例の評価

以上