

＜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＞

2021 年 6 月 12 日 板垣

■「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の改訂について」

● 6 月 11 日 金融庁&東証がパブコメ結果を公表

【パブリックコメントに寄せられた意見】

コード→ 和文: 77 の個人及び団体から意見あり／英文: 26 の個人及び団体から意見あり

対話ガイドライン→ 和文: 24 の個人及び団体から意見あり／英文: 10 の個人及び団体から意見あり

(2018 年の前回改訂時に寄せられた意見は、コードに対して 69、ガイドラインに対して 41 の個人及び団体。)

【パブコメによる修正は2箇所】

○コード及び対話ガイドラインの「人材投資」を「人的資本への投資」に統一

○対話ガイドライン1-3に「(サプライチェーン全体での)国際的な経済安全保障を巡る環境変化への対応」を追加

■当会意見と東証&金融庁の回答(赤字は対応する回答項目番号)

＜コーポレートガバナンス・コード改訂案＞8項目

①【補充原則4-8③】の修正(上場子会社の特別委員会への社外監査役の参加) 438

→「貴重なご意見として承ります。なお、補充原則 4-8③に従い、独立性を有する者で構成される特別委員会を設置する場合に、独立社外監査役をその構成員に含めることは許容されていると考えられます。」

②【補充原則 4-10①】の修正(指名委員会・報酬委員会への社外監査役の参加) 186

同趣旨の意見多数あり

→「補充原則 4-10①では、特にプライム市場上場会社においては、各委員会の構成員の過半数の独立社外取締役を基本とすることが求められています。当該「基本とする」は、委員会の構成員について、必ずしも独立社外取締役を過半数とすることのみとするのではなく、各社において、取締役会の機能発揮をより実効的なものとする観点から必要と考える独立性が確保されているといえる構成をご検討いただくことを想定しています。そのため、各社の置かれた状況に応じて、社外監査役を委員会の構成員に含める場合もあり得るものと考えられます。※ この場合には、補充原則 4-10①に基づき、委員会構成の独立性に関する考え方について、分かりやすくかつ具体的な開示を行うことが期待されます。」

③【補充原則 4-11①】の修正(スキル・マトリックスに監査役を追加) 102

同趣旨の意見多数あり

→「スキル・マトリックスをはじめ、スキル等の組み合わせの開示においては、各社の事情に応じて、本コードの趣旨に照らし、ご指摘のように監査役を含めることもあり得るものと考えます。」

④【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】修正(監査役の経験、能力、知識に倫理観を追加) 122

→「原則 4-11 は、監査役について、業務監査・会計監査などで期待される役割・責務を果たす上で、前提となる適切な経験・能力及び、必要となる財務・会計・法務に関する知識を求めるものです。ご指摘の倫理観を有することは、監査役が期待される役割・責務を果たす上で重要と考えられますが、取締役をはじめ

とする会社の他の機関等においても共通して重要な要素であると考えられます。」

⑤補充原則4-13④、⑤新設(内部監査部門の一層の機能強化) 480

→「原則4-13においては、人事面を含む監査役の支援体制を整えるべきであるとされ、補充原則3-2②では、取締役会及び監査役会は、外部会計監査人と監査役(監査役会への出席を含む)、内部監査部門や社外取締役との十分な連携の確保を行うべきとされています。上場会社ごとに内部監査部門の体制・規模等の状況が異なることが予想されますが、各社においては、これらの原則等の趣旨を踏まえ、取組みを充実させていくことが期待されます。※ また、対話ガイドライン3-11においても、「監査役に対する十分な支援体制が整えられ、監査役と内部監査部門との適切な連携が確保されているか」と示されており、投資家と企業との間で、当該ガイドラインの趣旨を踏まえ、建設的な対話が行われることが期待されます。」

⑥補充原則4-4② 新設(常勤監査等委員・監査委員の選定の必要性) 488

→「ご指摘のとおり、指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社においては、常勤の監査委員又は監査等委員を選定することは会社法上義務づけられていませんが、本コードの趣旨に照らし、監査の実効性を高める観点から、各社の判断の下で、そうした常勤の委員を置くことも考えられます。」

⑦補充原則4-4③を新設(監査役選任の際に、監査役会による候補者の提案及び社外役員中心の指名委員会の活用) 451、172

→「原則4-4及び対話ガイドライン3-10において、会社法上の監査役等は監査役の選解任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な判断を行うべきであることや、監査役の選任が監査役会の同意をはじめとする適切な手続を経て行われているかという点が示されています。※ ご指摘のように、各社の置かれた状況を踏まえつつ、監査役の独立した客観的な立場を担保する観点からの手続、措置、取組み等を検討することもあり得るものと考えられます。」

「補充原則4-10①は、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に、指名委員会・報酬委員会の適切な関与・助言を求めるものであるところ、各上場会社の事情を踏まえつつ、監査役の候補者の指名や監査役の報酬について各委員会による関与・助言を否定するものではございません。」

⑧補充原則4-4④を新設(第三者委員会への社外取締役、社外監査役の関与、調査費用の監視) 489

→「※ 貴重なご意見として承ります。※ なお、原則4-4では、監査役及び監査役会に期待される重要な役割・責務には、業務監査・会計監査をはじめとするいわば「守りの機能」を有することを示しています。上場会社においていわゆる不祥事やその疑義が生じた場合には、このような本コードの趣旨に踏まえて、監査役等がその機能を発揮することが期待されます。」

＜投資家と企業の対話ガイドライン案に対する意見案＞3項目

① 3-12修正(内部通報制度に関する記述の充実強化) 79

→「対話ガイドライン3-12における内部通報に係る体制・運用実績についての開示・説明の具体的な内容については、内部通報制度の運用の実効性の観点に照らし、各上場会社において適切に判断されることが想定されています。この際、各上場会社の判断の下、「公益通報者保護法を踏まえた内部通報制度の整備・運用に関する民間事業者向けガイドライン」(消費者庁2016年12月9日)等を踏まえることも考えられます。」

② 3-10修正①(監査役の経験、能力に倫理観を追加、監査役の選任への監査役会の主体的関与) 75

→「ご指摘の倫理観を有することは、監査役が期待される役割・責務を果たす上で重要と考えられますが、取締役をはじめとする会社の他の機関等においても共通して重要な要素であると考えられます。対話が

イドライン 3-10 における「監査役会の同意をはじめとする適切な手続」には、監査役選任議案に関する提案権や意見陳述権など、監査役の選任手続に関する会社法上の手当てが含まれる得るものと考えます。」

③ 3-10修正②(常勤監査等委員、監査委員の選定の必要性) 77

→「指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社においては、常勤の監査委員又は監査等委員を選定することは会社法上義務づけられていませんが、コードの趣旨に照らし、監査の実効性を高める観点から、各上場会社の判断の下で、そうした常勤の委員を置くことも考えられ、投資家と企業との建設的な対話の中で、このような点を議論することも考えられます。」

以上

【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)

(監査懇話会 HP 「監査役・いたさんのオピニオン」 NO.18、19 から)

A. CG改革について

【不都合な真実】

①国際レベルでの企業及び社会をめぐる環境の深刻な危機

- ・世界経済の成長の限界(長期停滞論)
- ・地球温暖化に象徴される環境問題・エネルギー問題の深刻化
- ・貧困と格差の拡大等社会矛盾の噴出
- ・株主主権論、利益第一主義、ショートターミズムの弊害の顕在化(リーマンショック)

②日本固有の問題

- ・日本経済と日本企業の国際的地位の顕著な低下
- ・企業の地位低下の大きな要因とみなされる日本的経営と企業統治(ガラパゴス)
- ・2015 年前後からの政治主導のCG改革の強行的な進展

【CGコードのもつ多面性】

① アベノミクスの成長戦略の一環として「政治主導」で制定されたという側面

【キーワード】「日本企業の稼ぐ力の回復」、「攻めのガバナンス」、「企業収益(ROE)向上」

【問題意識】「日本の株式市場および日本企業の収益力(ROE)と国際的地位の長期低迷こそが日本経済の最大の問題であり、それらは企業統治の欠陥に起因する」

② 日本の経営から米国型経営への転換を志向している側面

【キーワード】「執行と監督の分離(モニタリングモデル)」、「社外取締役の本格活用」、「株主主権論」、「投資家との対話」

【問題意識】「日本の企業統治がグローバル・スタンダード(実は米国モデル)から大きく立ち遅れており、それが日本の株式市場への海外投資家の参入を妨げ、株価の低迷をもたらしている」

③CGコードの中には世界 90 か国以上で蓄積されてきた企業統治の知見とベストプラクティスが反映しているという側面

【キーワード】「プリンシプルベース、コンプライ・オア・エクスプレインの原則」、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」、「株主を始め顧客・従業員・地域社会等のステークホルダーの重視」、「任意の諮問機関の活用などの仕組み上の工夫」

【問題意識】「2008 年金融危機の教訓である過度な短期利益追求とそれに結びついた莫大な経営者報酬の持つ危うさの認識」、「形式ではない実効的な企業統治の実現」、「主体的な受け止め、実践化及び説明責任を果たすことが重要という認識」

【一連の企業統治改革で日本の経営の何が問題とされたのか】

ターゲットは日本企業のパフォーマンス(稼ぐ力)の向上。問題にされたのがいわゆる「サラリーマン共同体経営」という日本的な経営の在り方で、下記の転換が目指された。

- ① 従業員・経営者の利益を優先して、株主の利益を軽視する「内向き志向の経営」からROE、株主・投資家重視の経営に転換すること。
- ② リスクをとらない守りの経営に陥っている経営者マインドを変えて、積極果敢にリスクテイクする攻めの経営へ転換すること。
- ③ 経営者選抜の在り方として、前任トップの専横的指名による内部者の昇格システムから、社外者の監督の下での透明性をもった選解任システムへ転換すること。

★「内向き志向の共同体的経営」を克服することは、守りのガバナンスを強化し、企業経営の透明性と健全性を高める意味でも非常に意義がある

【CG改革の深化(共通のコンセンサス形成の一方での異なる意見のせめぎ合い)】

- 改革の進展と並行しての不祥事の頻発➤改革路線の一定の手直し➤守りのガバナンスの重要性の再確認、監査役制度の再評価
- 改革の深化の表れとしての領域拡大～開示改革(監査報告改革、企業情報開示改革の両面)、ガバナンス・コード制定など監査法人改革、働き方改革、ESG
- 経済界を中心にした反発・異議申立ての表面化、異なる意見のせめぎ合い

(A)ほぼコンセンサスが得られている事項

- 「形式」だけではなく「実質の充実」「実効性」が重要
- 中長期的視点から持続的企業価値の向上を目指す(⇔短期利益主義)
- 企業の公器性、公益性、社会的責任の重視、ESGの観点からの企業評価
- 株主、投資家との建設的対話、ガバナンスの透明性、説明責任、情報開示(外部ガバナンス)
- 経営トップから独立した非業務執行役員による経営の監視(内部ガバナンス)
- 健全な企業家精神(リスクテイクとイノベーション)と経営者倫理の両立と促進

(B)コンセンサスが得られていない事項

- 企業の自主性尊重か、法・制度による規律か(ハードロー&ソフトロー)
- 株主・投資家の利益重視か、多様なステークホルダーの利益の重視か
- 日本のマネジメント型取締役会(含むハイブリッド型)か、米国的モニタリングモデルか(社外取締役の人数は過半数が必要か(当面は 1/3 以上))
- 監査役設置会社か、委員会設置会社か
- 企業の業績指標は何が相応しいか(ROE、ROIC(Return on Invested Capital)、ROC(Return On Company)
- 米国型(新自由主義的)の社会を目指すのか、日本的社会の良さを維持すべきか

【監査役制度に対する見方の変化～監査機能全般、監査役制度再評価の動き】

- 数年前まで、監査役制度「無用論」、監査役の立場からの悲観論＝「終焉論」が横行していた➤委員会型、たとえば監査等委員会設置会社へ一本化論
- CG改革での攻めのガバナンスの強調➤守りのガバナンス(監査機能)軽視の傾向
「執行と監督の分離(モニタリングモデル)」、「社外取締役の本格活用」
- CG改革の進展に並行して頻発した企業不祥事➤「守りのガバナンス」と「攻めのガバナンス」の両立の必要性の再認識
- 「攻めのガバナンス」(積極果敢なリスクテイク)を保障するためにこそ「守りのガバナンス」(周知なリスク管理)が必要となり、「監督機能」(経営者の業績評価)を有効に機能させるためにこそ「監査機能」(経営情報の真実性のチェック)が必要

< 背景にある認識の転換 >

- ① 委員会型ガバナンスの優位性神話からの転換

ガバナンス優等生企業での不祥事から、機関設計の違い自体と不祥事発生との間に直接的相関関係がないことが明らかに➤ ◇制度・運用・経営倫理の三位一体論、◇三つの監査機関共通の実効性向上策の必要性、◇三様監査の連携の深化の必要性

- ② 不祥事防止に関する社外取締役の(社外)監査役に対する優位性神話からの転換
不祥事企業で社外取締役が殆ど役割りを果たせなかった➤ ◇監査役の持つ情報収集力の決定的重要性、◇非業務執行役員としての社外取締役と監査役の連携の重要性
- ③ グローバリズム神話から日本的経営の再評価論への転換
グローバリズム、実態的には米国型経営への傾斜に対する日本的経営の良さの再評価
➤ ◇日本的経営に親和的と言われる監査役制度の見直し、◇ESG論における近江商人の「三方よし」経営の評価 (ただし、単純な日本的経営への回帰論は危険であり要注意)

B. ESG(SDGs)等社会的規範への取組み

(1)ESG・SDGs経営の意義と課題

① リスク管理の観点

- ・ 企業が ESG 課題への対応を怠れば、企業自体にとっても、「社会的な操業許可 (Social license to operate)」を失う結果となり、大きなリスクとなる。
- ・ 何よりも自らが環境や社会にマイナスのインパクトを与えないこと、そのためのリスク管理に万全を期さねばならない責任を深く認識することが最も重要である。

② 企業の持続的成長・長期的な企業価値向上の観点

- ESG 要素は企業環境の安定という意味で成長の前提となり、ESG 経営はマイナスの回避という意味で企業の持続的成長を保障する。
- a.顧客ロイヤリティの向上、製品・サービス差別性の増大、b.従業員満足度の向上、c.特定投資家の獲得、d.企業の規律付けの改善。(月刊監査役 2018.5 加賀谷哲之)

③企業の事業戦略の観点～ESG やグローバルな社会課題の戦略への組込

企業の収益機会としての ESG。社会全体課題の解決のための付加価値提供を通じて、企業は収益機会を創出し得る。特に SDGs に関連してビジネス機会の拡大を目指す。

④日本の伝統的経営観との親和性、情報開示の重要性

日本企業は、近江商人の「三方よし」に代表されるステークホルダーとの関係を重視した経営を歴史的に実践。「陰徳善事」の考え方から、より積極的な情報開示姿勢へ。

(2)ESG・SDGs受容の問題点(全般として)

今までの日本企業の ESG・SDGs 受容については、下記の全般的な問題が孕まれている。

① グローバリズムの圧力下での受容

- ・ CSR、ESG、SDGs は海外から移入された概念。近年は国連の提唱の影響が大きい。➤横文字や略語の氾濫となり普及の妨げ、単に記号として独り歩きして流行する危険性
- ・ 誰もが反対できない「社会的大義」としての性格を持つことから、真剣な吟味を受けることなく、無批判的に受容される危険性もある
- ・ またグローバルな社会規範と位置づけられてはいるが、そこには特定の価値観の押し付けや地域、慣習、宗教の違いがもたらす多様な価値観が無視される危険性がある

②ブーム的盛り上がりに見る二重のギャップ

ブーム的な盛り上がりには、下記の二つの大きなギャップが存在する。

- a. 推進者の間でのギャップ～現在の経済社会の在り方への深刻な危機感を抱く層と「バスに乗り遅れるな」とばかりに「商売の種」へ殺到する層の意識ギャップは大。
- b. ブームを先導する政府・企業・学者等関係者とそれ以外の大多数の人々の間には大きな関心ギャップの

壁があり、後者には圧倒的多数の監査役が含まれる。

③企業の責任論の後退と企業利益の強調のアンバランス

CSR や ESG は、本来矛盾対立しがちな価値の両立を図る点に意義があるが、一方にアンバランスな形で傾く危険。

④法規制に伴う自主性の後退

欧米での制度化・規制化の流れは、CSR が長年蓄積してきた企業の自主性に基づく社会課題への取組みを後退させる危険性も持つ。

(3)社会的課題に取り組む監査役監査の観点

①コンプライアンス遵守の観点

- ・法令・定款を対象とした狭義のコンプライアンス監査
- ・制度化・規制化の流れの急速な進展状況に要注意

②企業の社会的責任(CSR)の観点

- ・CSR・ESG・SDGs に関係する国際規範・社会規範の遵守
- ・ESG 問題への積極的・能動的な対応
- ・社会の目、要請(広義のコンプライアンス)、広範なステークホルダーの視点が重要

③企業の健全で持続的な成長確保の観点

- ・ショートターミズムに陥ることなく、中長期的視点からの企業価値向上を図ることができているかが監査役の視点となる。(CGコードの諸原則の観点とも重なる)

④内部統制の重要な構成要素としてのリスク管理の観点(内部統制システム監査)

- ・経営トップのコミットメントとしての人権方針などの策定
- ・リスクが典型的に高い企業活動に対する事前承認手続を含む社内規程の整備
- ・担当部署、相談窓口、内部通報・苦情処理制度の設置を含む組織・連絡体制の構築
- ・研修・教育の実施 ・監査・モニタリングの実施

⑤ESG経営に関わる意思決定プロセスの合理性

- ・仮に ESG を重視した活動が著しくパフォーマンスを低下させる結果を招いた場合も、意思決定プロセスの合理性が確保されておれば、経営者を法的責任から守ることが可能。

(4)監査役の役割～危惧される陥穽に陥らないように助言・提言

前記監査役監査の観点に基づき、取締役の取組みを監視・検証して、下記のような危惧される陥穽に陥らないように助言・提言する。

①持続性、継続性の問題。今のように各企業が高収益を上げている時は良いが、これが一転収益が悪化した場合にどうなるか。

②今のCG改革の目指すROE向上策とESGを通した社会的責任の遂行との相克。本業との結合、事業性の重視は、上手く行けばESGの推進力となるが、往々にして収益性を理由とした社会的責任の回避をもたらす。

③外向けの倫理性と内向きの反倫理性、遠い問題での倫理性と近い問題での反倫理性が同居する問題。最近不祥事を起こし社会的に批判を浴びている企業の多くは、「ESG優良企業」「グリーンウォッシング問題」

(注)グリーンウォッシング(greenwashing)は、環境配慮をしているように装い誤魔化すこと、上辺だけの欺瞞的な環境訴求を表す。安価な漆喰で上辺を取り繕うという意味の英語「ホワイต์ウォッシング」とグリーン(環境に配慮した)とを合わせた造語である。特に環境 NGO が企業の環境対応を批判する際に使用することが多く、上辺だけで環境に取り組んでいる企業などをグリーンウォッシュ企業などと呼ぶ場合もある。

(5) 社会的課題への感覚を研ぎ澄ます

－「企業の利益」と「社会的課題の解決(CSR・ESG)」の両立は決して容易でなく、多くの困難と陥穽が潜む。そうした認識なしにブームに安易に便乗することは、結局企業価値の向上も社会的課題の解決の双方を台無しにしかねない

- ESG 経営は、様々な要素に配慮しつつ中長期的な取組みを、足が地についた形で、本気でかつ着実に推進すべきもの。そうして初めて「社会から信頼される企業」に
- 監査役自身が社会的課題そのものに関心を持ち、特に産業が環境に及ぼす影響及び人権・労働をめぐる諸問題に関する理解を深めることが重要である。常にそれらに関する情報へのアンテナを張り、感覚を研ぎ澄ますことが求められる

【参考資料 C】

<富山和彦委員の監査役に関する意見書>

○2014 年 10 月 20 日コーポレートガバナンス・コードの策定に関する意見書 富山和彦

3. 監査役(会)

日本版コーポレートガバナンス・コードにおいて、日本型ガバナンスの特徴である監査役(会)に言及することは適当である。もっとも、監査役には議決権はなく、攻めのガバナンスの要諦である指名・報酬には最終的な決定への関与権がない。したがって、(社外)監査役の存在が独立取締役役に代替することはできないことを明記するべきである。

他方で、監査役に期待される中心的な機能は「守りのガバナンス」であることも明確化すべきである。近時、いわゆる J-SOX 法施行後においても、監査役を含めた「守りのガバナンス」が十分な機能を発揮できずに、大型の粉飾決算などのトップが関与したコンプライアンス違反の事件が発生している。したがって、このようなトップ関与型の重大不祥事を防ぐため、「守りのガバナンス」をさらに強化するべく、監査役の機能の実効化が重要である。

具体的には、監査役は有事の際には、最高経営責任者と対峙しても決然と不正を防止しなければならないのであるから、監査役候補が最高経営責任者の意向によって指名されないような仕組みを設けるべきである。すなわち、過半数が独立取締役で構成される指名委員会は監査役の指名においても主導的な役割を果たすべきである。そして、客観的な指名・選任基準を策定し、同委員会によって監査役の選任案を策定することによって、中立的・独立的な監査役を選任すべきである。

また、特に常勤監査役は、監査に必要な情報を入手しやすい環境にあり、監査役会の中心的な存在である。したがって、中立的・独立的な職務執行を担保するため、常勤監査役として社外監査役が務める制度を導入すべきである。仮に、常勤監査役が社内の業務執行経験者である場合には、中立的・独立的な職務執行が可能であることを合理的に説明できなければならない

○第 3 回スチュワードシップ・コードの有識者検討会 意見書 2019 年 12 月 11 日 富山和彦

他方、コーポレートガバナンス・コードについては、昨今のいくつかの問題事象から緊急かつ重大な改訂テーマが明らかとなっており、フォローアップ 会議 において直ちにその改訂作業に着手することを強く提案する。

一つ目は、昨年来の日産・ルノー案件及びヤフー・アスクル案件で重ねて問題化した「支配的株主が負うべき被支配上場企業の少数株主保護義務」に関わる改訂である。(略)

二つ目は、やはり度重なる不祥事に対し、守りのガバナンスの要(かなめ)となるべき監査役会及び監査委員会の実質的な機能強化に関わる改訂である。不正会計やデータ偽装、不正な金品授受などの問題で、それを社外取締役が見抜けなかったことを批判する論調があるが、カネボウ事件などでこうした問題を度々暴く側で仕事をしてきた経験からいえば、少なくとも事件の早期発見という意味で、社外取締役ができることは限られている。例えば専門の監査法人が多数を掛けて監査業務を行って「適正意見」を出している有価証券報告書に対し、社外取締役が文句をつけることを期待するのはほぼほぼナンセンスなのは自明であろう。あえてできることがあるとすれば、事件が発覚した時に現経営陣に忸度せず厳正に真実究明、責任追及と再発防止策を講ずる局面においてである。

深刻な不祥事を未然に防止する、あるいは早期に発見し深刻化する前に不祥事の芽を摘み取る上で 真

に問題なのは、より社内情報に通じ、色々な内部通報に早い段階から接するチャンスを持っている社内あるいは常勤の監査役、監査委員の機能が必ずしも強くない点である。

かかる問題が生じたときに内部監査機能の強化が叫ばれるが、東芝問題、日産問題で明らかのようにトップ経営層が直接的、間接的に問題の根源になっている事案、すなわちもっとも深刻化する事案で、トップにレポートする立場にある内部監査機能の限界は明らかである。トップではなく、株主及びステークホルダー全体に直接責任を負う監査役・監査委員こそが最後の砦である。

特に問題の早期発見という観点からは社内あるいは常勤の監査役が重要な役割を果たしうるのだが、多くの社内常勤監査役や監査委員は、取締役になれなかった人、功績に比べて処遇できなかった人の残念賞的な位置づけの人の宛て職になっている実態がある。したがって会計や法務、コンプライアンスの専門家ではないケースが多く、なかには営業一筋、生産一筋で、会計や法務についてはまったくの素人というケースも散見する。現代のグローバル化、法化、複雑化、流動化するレギュレーションや社会規範の中で、企業がコンプライアンスマターで致命的な打撃を受けるリスクはますます高まっている。この実態に対して監査役、監査委員についてあまりにもお粗末なかかる慣行を根本的に改め、社内出身や常勤の監査役、監査委員をコンプライアンスラインや財務会計ラインの専門家のゴール的な重要かつ栄光あるポストに位置づけなおし、就任した人材がその職責にふさわしい使命感と社内的影響力を持って活動すること、内部監査部門からの直接的なレポートラインを持つこと、またそこで必要な独立的な財政基盤を持つことをコーポレートガバナンス・コードに直ちに盛り込むべきである。

以上、「支配的株主の被支配上場企業の少数株主に対する保護義務」と「社内あるいは常勤監査役、監査委員の地位向上と機能強化」の二点につき、当委員会が休むことなく直ちにコーポレートガバナンス・コード改訂の検討を開始することを強く提言する。

【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】

○日 時:8月5日(木)14時～17時 ZOOM ライブ(報告&質疑応答)

○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

<論点1>2015年以降のCG改革の成果と残された課題

●海外投資家やパッシブ運用する投資家が、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)。

●CG改革の目的は「健全なリスクを取る体制を整備し、稼ぐ力を強化すること」にあったが、CG改革によってマクロ的に「稼ぐ力」が強化されたことを客観的に証明できるか。

○仮に「稼ぐ力」がついていないとすると、それは仕組みの導入が進んでいないためなのか、仕組みの活用が不十分であるためなのか、そもそも仕組み自体に問題があるためなのか、いずれであろうか。

○CG改革の目玉の一つである「社外役員」に対する本音ベースでの厳しい評価(「アルバイト社外取締役」等)があるが、これをどうみるか。社外役員制度ですらすでに形骸化していると見るべきか。今後実質が備わっていくと見るべきか。

●2. CGコードの「コンプライ・オア・エクスプレイン」

CGコードが改訂される度にレベルが上がり、会社の中には見かけ上「コンプライ」しているが、実質は伴っていないというところが増えるのではないかと危惧します。場合によっては、別の方法で「コンプライ」しているという「エクスプレイン」の方が望ましいように思います。

「エクスプレイン」というと何か言い訳をしているようで、ネガティブな印象があるので、誤解を生まないように、積極的な「エクスプレイン」を表彰するような制度を設けてもよいのではないのでしょうか？

- CG改革の進むべき方向性～相変わらず行政主導施策を中心としたCGコード(ソフトロー)に依存するのか。プリンシプル(コンプライ・オア・エクスプレイン)ではなく、ルール(ハードロー)への転換(回帰)が求められるのではないか。制度的規制による改革と共に改めて経営者自身の経営に対する姿勢、経営哲学、経営理念の喚起(経営の本質は“責任”である)こそ重要ではないか。

- (3)ESG、SDGs等の「流行」について

OCGの定義や射程範囲次第だが、ESG、SDGs等の「世の中の流れ」への対応は、流れに対していかになく身を処すか(経営戦略や経営姿勢)という問題ではないか。何でもかんでもCGに取り込むことはCGの意義を不明確化することにならないか。

— 会社は世の中から嫌われれば商売ができない存在。だから、世の中の流れには逆らうべきではない。

— 流れが強まりルール化の方向に進めばコンプライアンスの問題。

- 投資家の社会課題認識について～投資家としては、業績や財務などを重視し、より多くのリターンを短期に得られる企業に投資することが当然で、社会課題(気候変動、環境汚染、人権や格差など)解決に寄与することが投資の目的ではないと思います。にもかかわらず、投資家がコストパフォーマンスを越えて企業のESG、SDGs対応を重視する方向に意識変化しているのはなぜですか。また、ESG格付けやESG情報 は投資判断の材料としてどの程度重視しているのですか。そしてESGへの企業の取組みをどのように評価するのですか。

- 4. ESG

ESGについては、個々の企業が主体的に取り組むことが期待されていると思いますが、個社とその株主・投資家の間だけで議論するには限界があるように思います。ある電力会社の株主総会で原発廃止という株主提案に対して、別の株主から「国の政策にかかわることであり、総会で議論するようなことではない」として提案を退けたことがあったそうです。業界の団体がかわるような動きもあるようですが、まだ確立したものには至っていません。

もちろん、個社で解決できる問題もあるでしょうが、E(Environmental)やS(Social)など、社会に広くかわる ことについては、ルール化が必要ではないのでしょうか？

<論点2>これからのCG改革の進むべき方向性

- 機関設計の一本化について～制度の多様性があり、各企業はそれぞれの事情で選択すれば良いという考えと海外から見れば理解しづらいとの考えもあるようです。一本化について、今後検討の必要性はあるか、先生のお考えをお聞かせください。

- (2)委員会設置会社の問題

○日本の委員会設置会社は制度上の矛盾を内包。

— 日本の取締役は法律上「業務執行の決定」の当事者であり、「決定」内容の是非まで踏み込んだモニタリングは自己否定につながり困難。一方で米国は、定款によって取締役の権限を自由に設計でき、監督(モニタリング)に専念させることも可能。

○委員会設置会社に本来の機能発揮を期待するなら、会社法を改正し米国流の導入が必要ではないか。

- 社外取締役の機能(独立性の低下と責任の増大)～取締役会の機能変化と社外取締役の経営への関与度合の中で先生はどの段階が最適と考えておられますか。機関投資家の中には社外取締役との対話を要望する理由として、社外取締役が経営戦略を後押ししている、リードしているという趣旨のことを仰る方もいます。三瓶先生は社外取締役の過半数化や筆頭社外取締役の導入に慎重でおられ、取締役会の構成の多様性を重視されていますが、経営経験の豊富な社外取締役は経営者に寄り添ってしまうバイアスや特定プライベートエクイティファンド等の利害を代表してしまうリスクもあり、両刃の剣と感じています。

○社外取締役が経営に深く関与すれば、特に監査等委員会設置会社や指名等委員会設置会社の場合、監査委員会の独立的な牽制機能が下図2のように働きにくい懸念があると思いますが、先生はどのように考えておられますか。

● 3. 社外取締役

社外取締役に期待される役割とその成果について、もっと具体的に開示するようにした方がよいのではないのでしょうか？改定されたCGコードでは、他の企業で経営経験がある人が望ましいように書かれています。過去の成功体験が参考となるかもしれませんが、事業との親和性という観点からは、どれだけ効果があるか疑問です。

エクソンの場合、会社が推薦した社外取締役に比べて、取締役会で気候変動を議論するのであれば、株主が推薦する社外取締役の方が適任であるという判断が下されたわけですが、これは極端な例としても、この人に期待するものは何か、その人はそれに相応しいかということについて、株主・投資家にとって有益な情報が開示されるべきだと思います。

● 1. P16、P24 機関投資家の独立性判断ポイントについて

- (1)東証独立役員届は最低条件とは思いますが、会社との関係についてどこまで要求されるのか(閾値の意味合いなど)
- (2)支配株主を有する場合、独立社外取締役過半数または独立した特別委員会設置とありますが、CG4-8③に「独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された委員会を設置すべきである。」とありますが、「独立性を有する者」は社外監査役(独立役員)を想定されていたと考えてよいのでしょうか。

● 2. P18 これからのCG改革の進むべき方向性(指名委員会、報酬委員会)

- (1)「委員会乱立の懸念と統合的思考の重要性」を記載されていますが、監査役または監査等委員は、委員会の委員として関与していることが妥当と考えられているのでしょうか。
- (2)報酬委員会に関しては、今後は、取締役の個人別の報酬の決定に関して「代表取締役の再一任」ということが難しくなるのではないかと考えておいた方がよいのでしょうか

● 3 P19 スキルマトリックスについて

- (1)監査役(社外監査役)についてもスキルマトリックスの開示は必要であると考えられていますか。
- (2)投資家の議決権行使についてもスキルマトリックスの開示がない場合は影響がでてくるのでしょうか。

● (1) 経営情報の開示

○私がCG改革の唯一かつ最大の成果と考えているのは「経営情報の開示の進展」。

— 経営が多くの人(「市場」を含む)の監視の目に晒されることになった。

— 企業を衆人監視の状況に置くことが企業経営に規律を与えることに寄与(「人目」を気にする経営)。

○「経営情報の開示」と「経営情報へのアクセスの容易化」の推進を今後のCG改革の柱に据えるべきではないか(少なくとも大企業は社会の公器として社会全体で監視するという考え方)。

○CG改革の各施策の成果を評価し、効果の薄い施策については早急に廃止すべき(変革における「引き算」の重要性)。

● 5. 中期経営計画

会社は中期経営計画(5年間)を作成するのに多大な労力をかけていると思いますが、どれだけ役に立っているのでしょうか？事業環境の変化が激しい中で、5年間の売上や収益の目標(予想)をすることにどれだけの意味があるのか疑問です。改訂されたCGコードでも、取締役会に対してサステナビリティについての議論を促しています。中期経営計画は作成しなくてもよいのではないのでしょうか？それよりも会社の成長戦略、事業戦略に注力をした方が建設的な議論ができると思います。

● 4 P29 事業 ROIC について

事業ごとの資本収益性を図る指標として ROIC(資本収益性)等を導入し、資本コストの比較をするよう事業

セグメントごとの B/S を整備するなど、こうした事業評価を行う仕組みを構築することの開示が今後求められてくるのでしょうか。また、開示の水準のレベルはどの程度でしょうか。(例えば事業セグメントごとの資本収益性(ROIC 等)について実績値と目標値を開示するなど)

＜論点3＞投資家の立場から監査役等に期待すること

- (1)「正確・適正止まり」から「企業価値の視点へ」との主張はよくわかるが、行き過ぎると業務執行への過剰な介入となる恐れがあるので、慎重に考えるべきではないか。
 - 企業価値の評価は主観が入り易い。
 - 機関ごとの役割と責任の分担の観点からも、業務執行については結果責任を厳しく問うことを前提に社長以下の執行部の裁量を幅広く認め、監査役による「企業価値の視点」からの指摘や提言・助言については必要最小限にとどめるべきではないか。
 - そのうえで監査役が監査に当たって重視すべき「企業価値」とは具体的にどのようなものがあるか。
- (2)「投資家との対話」の促進の重要性は十分理解するが、インサイダー疑惑を招かないようにその方法を工夫するとともに対話情報の開示に努める必要があるのではないか。
 - 個別の投資家との対話で公表資料の内容を読み上げるだけでは投資家のニーズは満たせない。一方で、個別対話にはインサイダー情報の漏洩(意識的・意図的なものばかりではなく無意識やミスによるものも含む)の問題が常に付きまとう
 - 本来は個別対話より多くの投資家が参加する公開の場での対話の促進の方が重要ではないか。また、個別対話をする場合には、対話内容の速やかな公表も検討すべきではないか。
- 1. 株主・投資家との対話
 - 株主・投資家との対話が促進、深化することは望ましいことですが、会社が一部の主要な株主・投資家としか対話せず、その内容について他の株主・投資家は知らないというのでは不公平ではないでしょうか？
 - 監査人の監査報告書に KAM の記載を求めるのと同様に、Fair Disclosure の観点から株主・投資家が会社と議論した内容について、その概要を開示すべきではないでしょうか？
- 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
- 5 P31 企業と投資家のエンゲージメントの成果について
エンゲージメントの際の企業側と投資家側の留意点などあればご教示ください。具体的な事例も記載いただいています。特に成果に至った背景などお話しいただけると幸いです。さらに今後、社外取締役または監査役等が投資家(株主)との対話(面談)に対応する場合、投資家から見て留意すべき点があればご教示ください。(CG5-1①)
- 天馬の事例に関して、監査等委員会による業務執行側へのブレーキ機能と、監査等委員会に対する株主によるブレーキとのバランスに関して、どのようにお考えになるのか？更に、海外の有力株主である投資家がかつてコンプライアンスに問題があった経営陣に対して、取締役の責任を追及し経営陣を立て直す事よりも、現経営陣により会社の利益拡大策という現実問題を優先することが、「投資家は人的資本と企業価値をどう結び付けるのか」のテーマの回答になるのでしょうか？という事です。ストレートに言えば、今回のダルトンの取った行動は、あるべき投資家の立場からして、どう評価されるのでしょうか？
- 早大上村達男名誉教授の「ファンドに翻弄される日本企業」、三瓶講師の言われる「投資家の立場から監査役等に期待すること」の裏返しとして、今回エフィッシモの取った行動について、東芝の監査委員はどのような対応をすべきであったと思われますか？

以上

【参考資料E】

＜論点提起と三瓶先生レジメ＞

2021.9.2 板垣隆夫

当方からの論点提起	三瓶先生レジメ
2015 年以降の C G 改革の成果と残された課題	2015 年以降の C G 改革の成果と残された課題
—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」 —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 —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 —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か —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） —C G 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か	■ CG 改革とは何であったか ◇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』に、目的が示されている 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を牽引を目指すもの ■ どのように進展したか ■ 「軸」はブレていないか（CG 改革の方向性が変わったのか、新たなアジェンダが加わったのか） ◇日本固有の課題解決に時間を要している間に、世界の変化に追従する必要性に迫られ、新たなアジェンダが加えられた ◇世界の変化とは、ESG・SDGs への具体的取組み（特に、地球温暖化対策）、企業情報開示など ■ 現在地点とこれから ◇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）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 ■リーマンショック以降の長期投資促進は、温暖化問題解決のためのイノベーションへ投資資金を誘導するためだったはずだが… 不確実性に伴う投資の短期化傾向（金融投資の視点）と長期投資促進の合理性（気候変動問題対応の視点）との矛盾 ■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 ◇規制強化・・・EU taxonomy, Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) ◇MSCI など ESG 評価機関による金融商品に対する ESG 格付* アセットオーナーが金融商品選別の判断材料に利用 ◇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 規制（欧州委員会、TCFD、SFDR など）、各国の国際公約 ■＜資本コスト経営とは何か＞社会のサステナビリティのための取り組みが個々の企業のサステナビリティにつながるとは限らない。これは難しい課題が顕在化しているからであり、サステナビリティ経営の実現にはこれまで以上に資本コストについての理解を深め経営戦略の検証に取り入れることが求められていると考える。 ■ 改革の進め方の課題 ◇原則主義（コード）と細則主義（ルール）の趣旨を理解し使いこなす必要があるが、与えられた時間は無限ではない →コード： 自由裁量がある一方、工夫が求められる ◇政府主導の下、「指示待ち」姿勢の企業が多い →これでは、コードを使いこなせない

これからのCG改革の進むべき方向性	これからのCG改革の進むべき方向性
—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か —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 —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 —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 —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 —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）	■ 「空気」 対 「決断への責任」 ■ 委員会乱立への懸念 と 統合的思考の重要性 ■ 変革、スピード、決定責任 ■ 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 ◎人材に関して⇒◇（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 ◎変革⇒◇DXを起点とした経営・ビジネスモデルの再構築、◇トランスフォーメーションには、引き算が不可欠、◇足し算だけでは変化が遅すぎて有効ではない⇒事業再編・再構築、・合理性、・決断力、・実行力 ■＜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？ ご参考：「投資家フォーラム」での議論（1）テーマ：「投資家は人的資本と企業価値をどう結び付けるのか、何を見ているのか、何を知りたいのか」・人的資本と企業価値の関係、「将来の成長力」、「戦略執行力」： 「サステナビリティやDXなど経営環境変化への対応が求められるが、これまでの社風や企業文化とのすり合わせ、または、変化に適応するために求められる取組みへの経営陣と現場の間で共感が醸成されているかは戦略執行力にとどまらず、企業が人材集団として一つの方向に向かっていけるか否かに関わる重要な観点であると投資家は捉えている。」 期待する開示内容、投資家の責任・役割、

投資家の立場から監査役等に期待すること	投資家の立場から監査役等に期待すること
—海外を含む投資家から見た監査役制度の問題点 —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 —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） —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	■ 利害関係者からの独立性 ◇「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。」 ◇機関投資家の独立性判断ポイント * 東証独立役員届は最低条件 * 「会社との関係 a~k」（コーポレートガバナンス報告書開示項目）および、それ以外に以下のポイントを精査・判断する →「会社との関係」について、①「過去」は不問「現任」のみ or ②クーリングオフ期間を設ける or ③「過去」を含めて判断 →取引の重要性について、閾値1%未満、2%未満など →その他、株主であるか否か、主な借入先であるか否か ■ 監査役と監査（等）委員である取締役の違い ◇任意の諮問委員会に参加する監査等委員である取締役は、監査等委員として（意見陳述権の意見形成のため）か、または、取締役としてか ■ 「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 多くの産業・企業が直面している課題・リスク・存在意義 ◇ダイベストメント ➡ トランスフォーメーション ➡ グリーン・リカバリー／グリーン・グロース ◇事業 ROIC への下方圧力 ➡ リスクプレミアム増加 （注）連結ベースの ROIC に対する資本コストは WACC となるが、事業 ROIC は 100%エクイティによる資金調達と見做している。事業セグメントや事業部門が外部の第三者に対し有利子負債の債務を負う場合を除き、当該事業が本部から有利子負債の債務不履行や債務超過などを理由に解散・清算を迫られたりはせず、むしろ追加資金の供給さえあるからである。 ◇「社会的価値」はどこに位置付けられるのか ■ 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