

監査懇話会 監査実務研究会・特別WEBセミナー

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」

2021年8月5日 14:00-17:00

(オンライン開催)

三瓶 裕喜

Astonering Advisor LLC 代表



目次（事務局からいただいた視点）

1. 2015年以降のCG改革の成果と残された課題
2. これからのCG改革の進むべき方向性
3. 投資家の立場から監査役等に期待すること



1. 2015年以降のCG改革の成果と残された課題

- CG改革とは何であったか
- 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）
- 現在地点とこれから
- 改革の進め方の課題



1. 2015年以降のCG改革の成果と残された課題

• 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

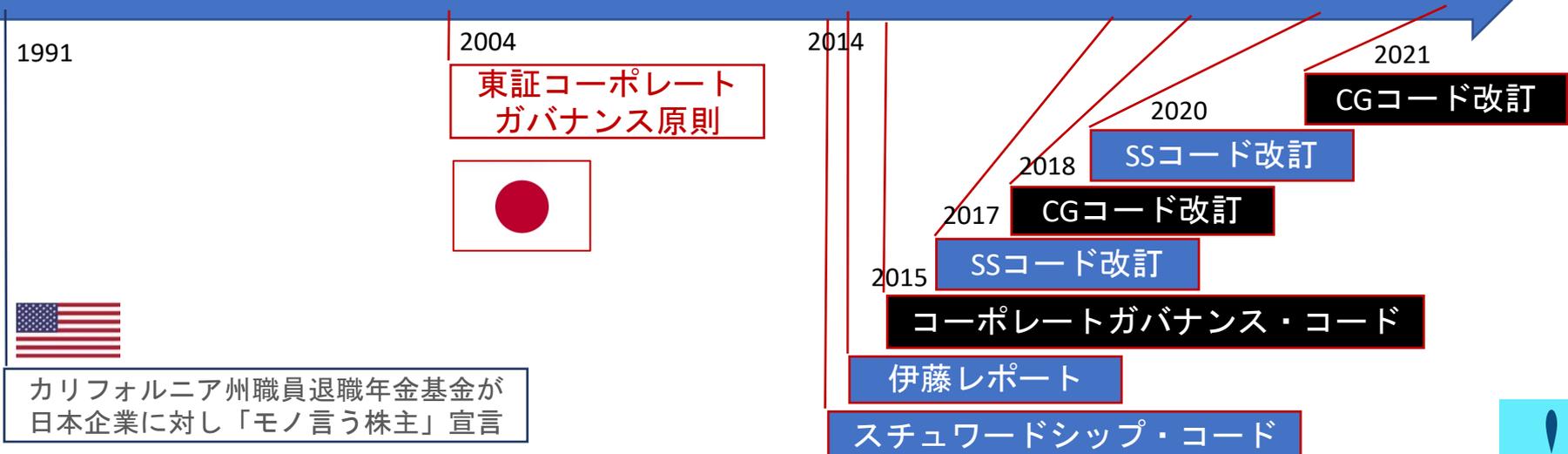
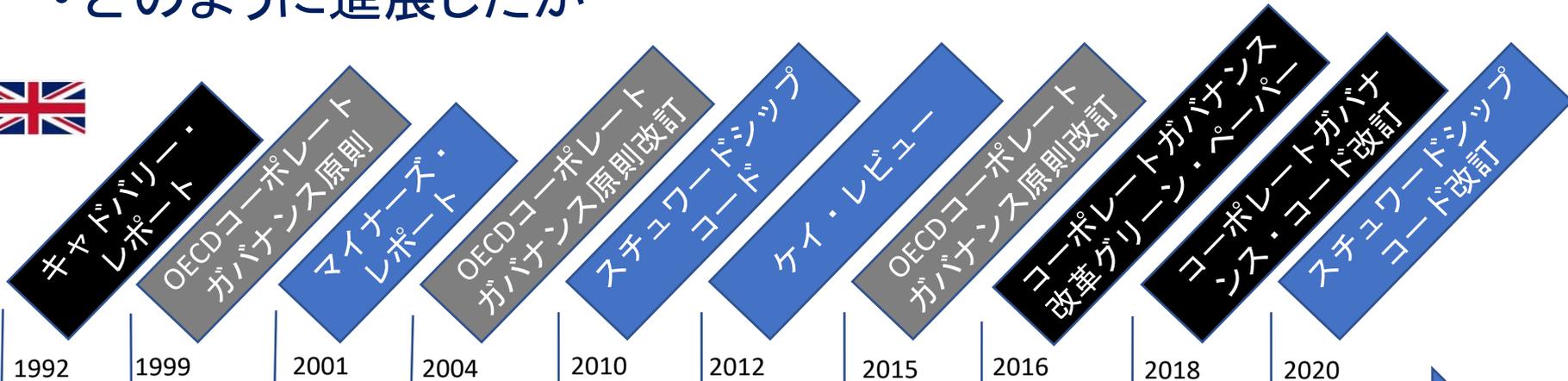
『会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために』
に、目的が示されている

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



1. 2015年以降のCG改革の成果と残された課題

• どのように進展したか



カリフォルニア州職員退職年金基金が日本企業に対し「モノ言う株主」宣言



1. 2015年以降のCG改革の成果と残された課題

・どのように進展したか

2014.2
スチュワードシップ・コード

2014.8
伊藤レポート

2014.9-
2015.4
対話促進研究会

2015.5
H26改正会社法

2015.6
コーポレートガバナンス・コード

2015.7-2016.4
金融審議会
ディスクロージャーWG

2015.9
フォローアップ会議

2016.12
監査法人ガバナンス・コード

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

2017.4-
法制審議会
会社法制部会

2017.5
改訂スチュワードシップ・コード

2017.5
価値協創ガイダンス

2017.10
伊藤レポート2.0

2018.5
統合報告・ESG対話フォーラム報告

2018.4
フェアディスクロージャールール

2018.6
改訂コーポレートガバナンス・コード

2018.6
投資家と企業の対話ガイドライン

2018.6
金融審議会
ディスクロージャーWG
報告

2019.1
有報開示府令改正

2019.2
会社法改正要綱案

2019.3
記述情報開示原則・好事例集

2019.6
公正なM&Aの在り方に関する指針

2019.6
グループガバナンスシステムに関する実務指針

2020.3
改訂スチュワードシップ・コード

2020.7
事業再編実務指針

2020.7
社外取締役の在り方に関する実務指針

2020.9
サステナビリティ・トランスフォーメーション(SX)

2020.9
人材版伊藤レポート

2020.9
クライメート・イノベーション・ファイナンス

2020.9
従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理

2020.11
デジタルガバナンス・コード

2021.3
R1改正会社法

2021.5
クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針

2021.5
SX検討会

2021.6
サステナブルファイナンス有識者会議報告書

2021.6
改訂コーポレートガバナンス・コード

2021.7
人的資本経営実現検討会

2021.8
知財投資検討会

2021.8?
金融審議会ディスクロージャーWG

凡例

金融庁

東証

経産省

環境省

法務省

内閣府



1. 2015年以降のCG改革の成果と残された課題

- 「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、世界の変化に追随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



1. 2015年以降のCG改革の成果と残された課題

・現在地点とこれから

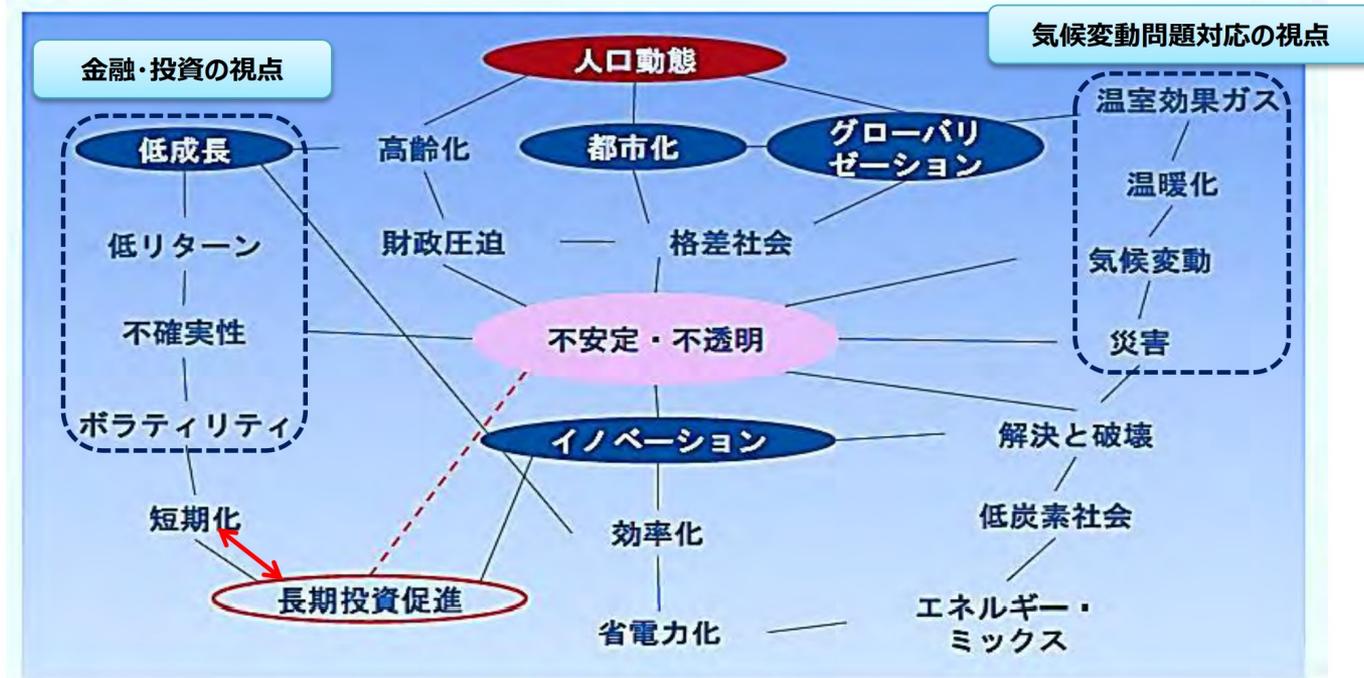
□旧来の「守りのガバナンス」、CG改革での「攻めのガバナンス」に、「変革(トランスフォーメーション)のガバナンス」が加わる

□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と長期投資促進の合理性との矛盾
 - **今後の世界経済の与件**
 - ・「人口動態」、人口増に伴う「都市化」（特に新興国）、「グローバリゼーションの進行」、高齢化に伴う「低成長」（先進国）
 - **気候変動問題対応の視点**
 - ・温暖化問題の解決の糸口であるイノベーションをバックアップするためには、**長期投資の促進が不可欠**
 - **金融・投資の視点**
 - ・世界的な低成長は低リターンにつながり、不確実性のもとでの低リターンはボラティリティを高め、実際の投資は、回収が確実と思われる**短期投資に向かいがち**



(出典) 経済産業省 長期地球温暖化対策プラットフォーム「国内投資拡大タスクフォース」(第5回会合) フィデリティ投信株式会社 三瓶様 御提出資料を基に作成 (2016年10月27日)



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)

- SFDRでの金融商品分類(8条・9条) : some / integration / impact(白、薄いグリーン、濃いグリーン)

□MSCIなどESG評価機関による金融商品に対するESG格付

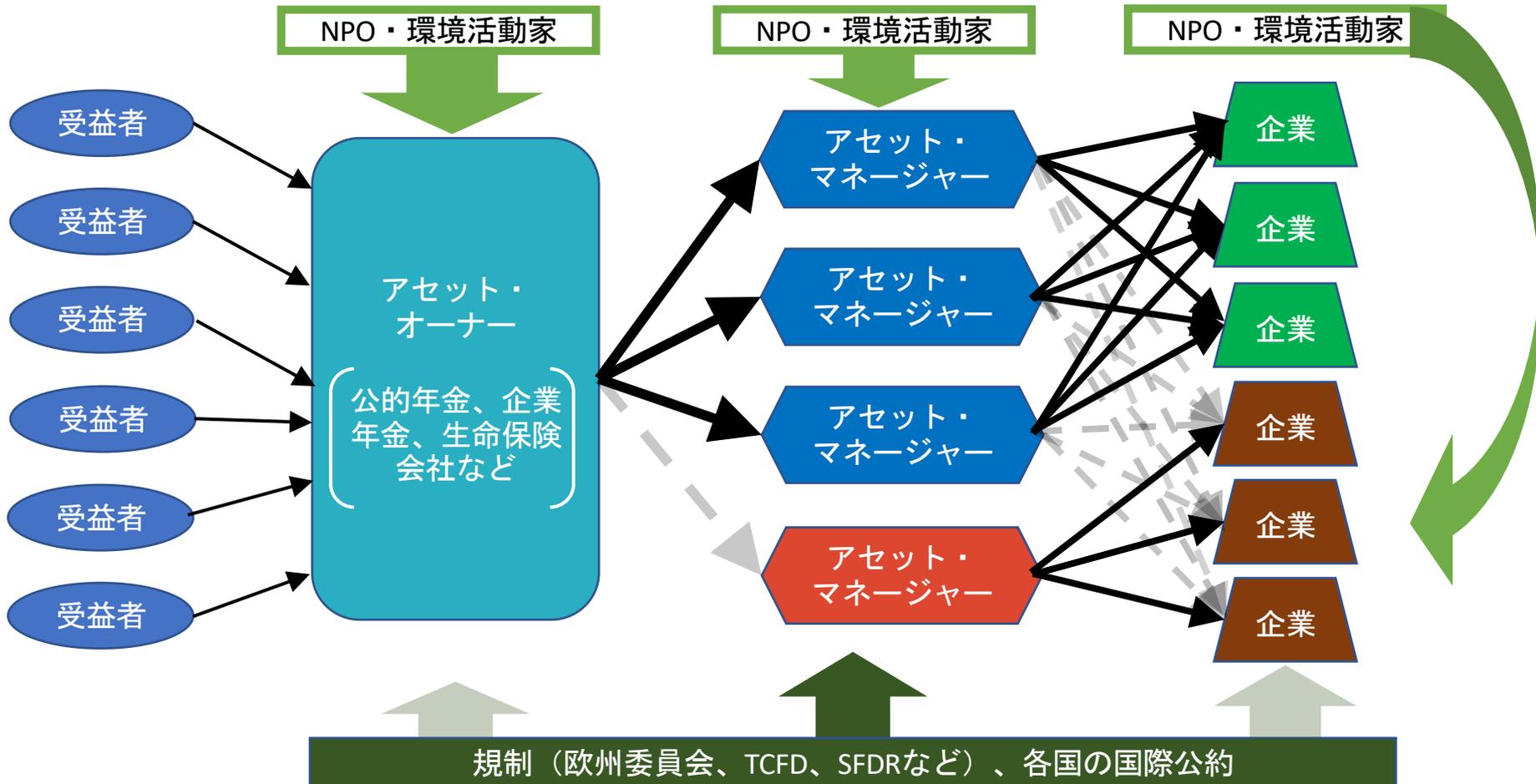
- アセットオーナーが金融商品選別の判断材料に利用(運用ガイドラインなどに追加)

□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



出所:筆者作成



1. 2015年以降のCG改革の成果と残された課題

• 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



2. これからのCG改革の進むべき方向性

- 「コード」と「ルール」
- 3つの上場市場区分
- 3つの機関設計
- 「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

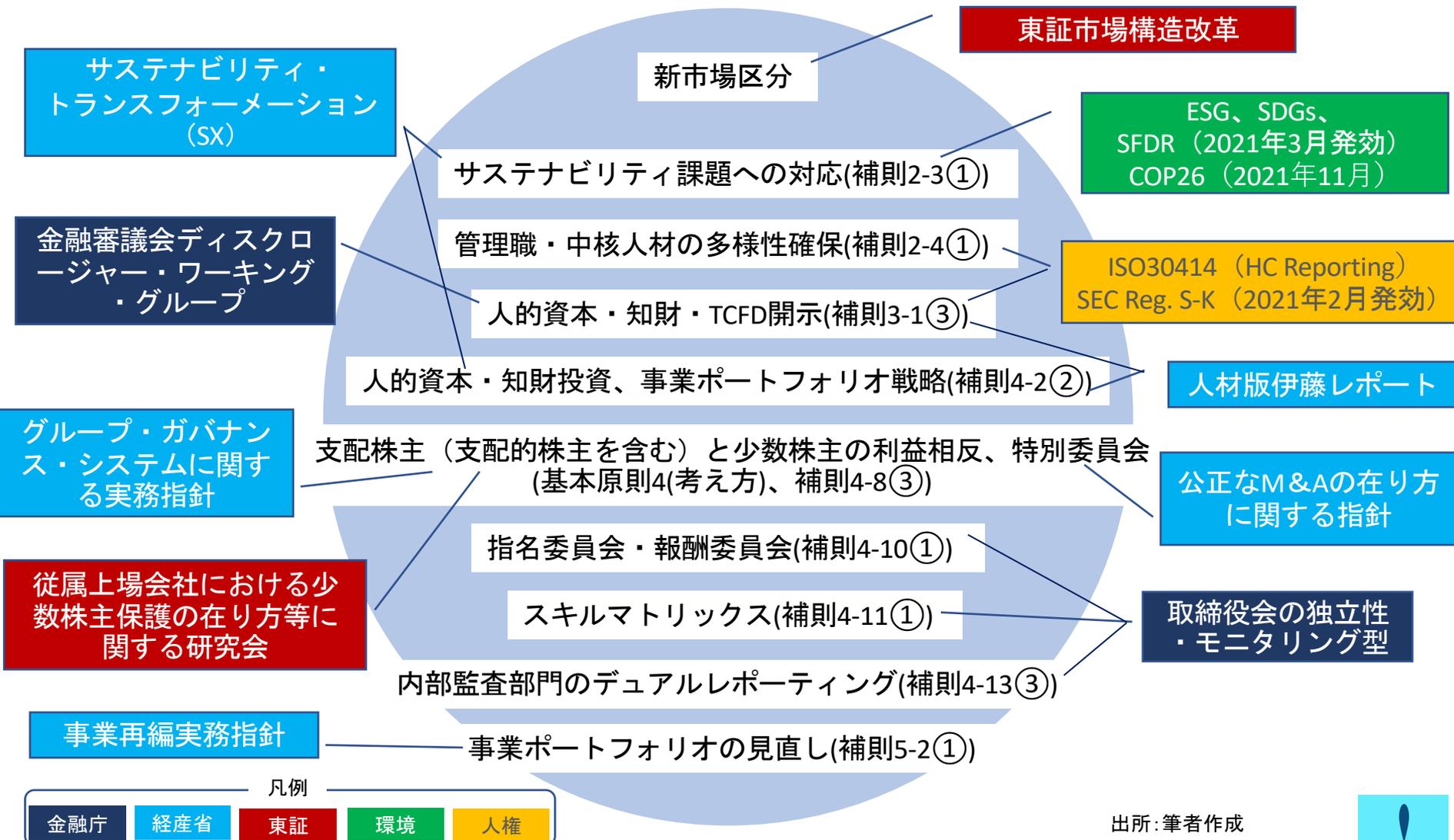


2. これからのCG改革の進むべき方向性

- 「コード」と「ルール」
- 3つの上場市場区分
- 3つの機関設計



改訂コーポレートガバナンス・コードと関連指針等



出所:筆者作成



市場区分選択

| | プライム市場 | スタンダード市場 |
|------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|
| 流通株式比率 流通時価総額 (上場基準＝維持基準) | 35%以上 100億円以上 | 25%以上 10億円以上 |
| 独立社外取締役 | 1/3以上 | 2人以上 |
| 支配株主(注)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 | 独立社外取締役 1/3以上 または、 独立した特別委員会設置 |
| 指名委員会・報酬委員会の独立性 | 過半数の独立社外取締役 | — |
| 英語での開示 | ○ | — |
| TCFD開示 | ○ | — |

(注)「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。」(金融庁 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)

<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

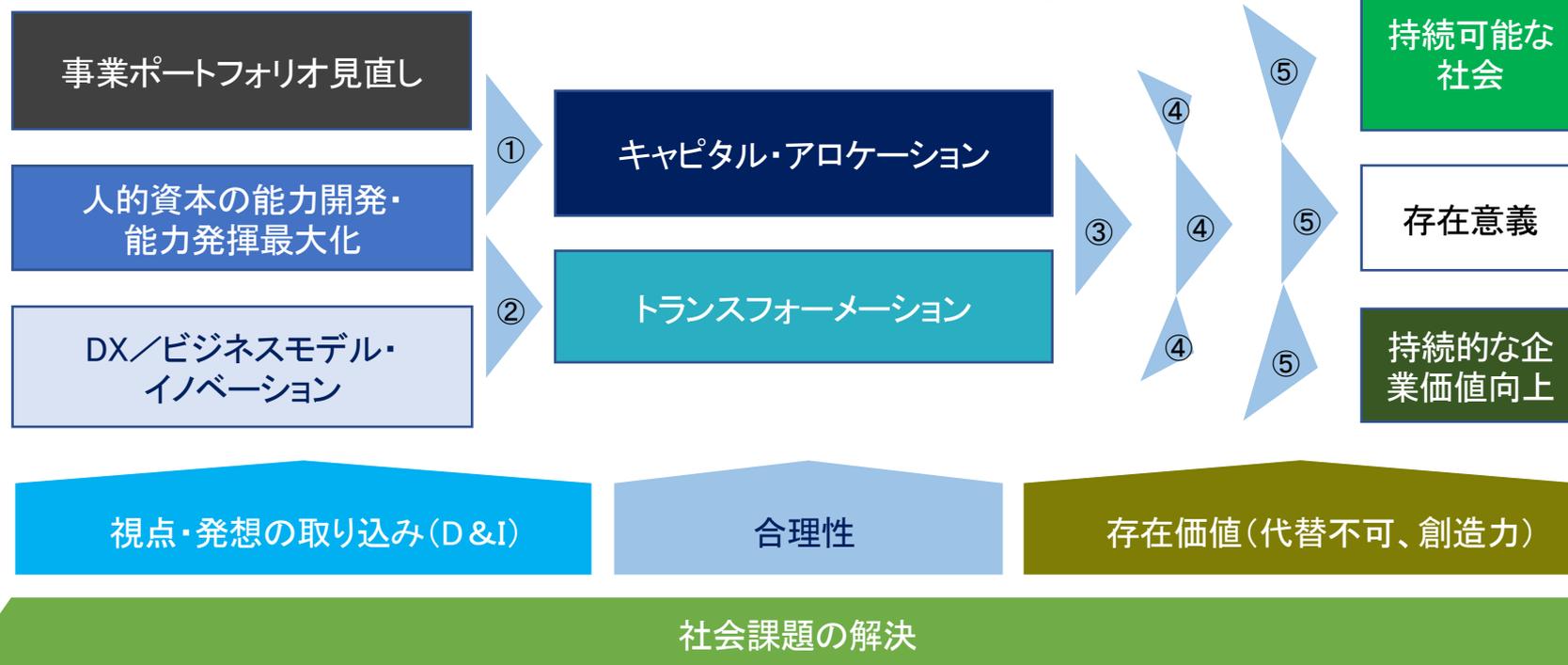
出所:筆者作成



企業変革の起点は至る所にある

変革完達に必要な能力・スキルは備わっているか

- ①資本コスト認識
- ②事業化創出力
- ③意思決定・決断力
- ④発信力
- ⑤実行力・遂行力



出所:筆者作成



2. これからのCG改革の進むべき方向性

- 「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. 行動経済学の罫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いますか？
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)

〈未定稿〉

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**: 普段、企業と投資家の対話の中で中心的議題になっていないかもしれないが、投資家は、企業の人的資本に対する考え方や社内人材が一丸となって力を合わせることができる環境づくりができているかなどについて関心を持っている。なぜなら、企業価値創造の重要要素である、①将来の成長力、②戦略執行力、に直結していると考えているからである。
- **「将来の成長力」**: 投資家が人的資本や組織マネジメントに関心を持っているのは、それらが企業の将来の成長力に深く関係すると認識しているからである。例えば、成長を目的とした海外M&Aと、M&Aを通じて獲得した人材のリテンションは成長戦略の成否に直結する。
- **「戦略執行力」**: 1) 取締役会が決定した戦略の方向性が妥当だとしても、経営層と現場の間に信頼関係や共感がなければ、戦略執行・計画達成は難しい。このため、多様性の理解、価値観やモチベーションの違い(内外、年次、ジェンダー、プロパー/中途採用、社内外の価値観など)の認識、360°評価、従業員エンゲージメントなどの現状評価と対応策について投資家の関心は高い。
2) 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。

出所:筆者作成(報告書作成中、且つ、公表前につき厳秘)



ご参考:「投資家フォーラム」での議論(2)

<未定稿>

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」

- **期待する開示内容**: 人的資本や組織マネジメントが企業の将来の成長力、戦略執行力に深く関わるとしても、現状の限られた開示内容から投資家が掘り下げていくのはかなり難易度が高い。経営者目線で成長戦略や戦略達成確度を高めるための取組みを開示してもらえれば、非常に有効な対話の「手掛かり」になるはずである。

人的資本に係る開示について、ISO30414(Human Capital Reporting)などで標準化されている項目は別として、数値化や横比較可能性は投資家にとって必ずしも最優先の要望事項ではない。前述の通り、目的に適した人材の確保、人材集団としての能力発揮のためにどのような取組みを行なっているのか、また、その取組みの進展・進捗、実践からの気づき、学び、それらを活かした改善など定性情報でも時系列変化を把握することが出来れば投資家にとって非常に有用な情報である。

- **投資家の責任・役割**: 企業情報開示の要求に関して、投資家は企業価値評価及び投資判断に合目的な情報に絞ることができるはずである。興味本意で「なんでも知りたい、聞きたい。」になっているとするとプロフェッショナルとしての見識が問われるところである。例えば、定性情報を定量化するには、評価や解釈が伴うため、むしろ利用者である投資家の仕事でもある。取組みの進展・進捗、気づき、学び、改善など時間経過を踏まえトレースしながら対話することが投資家側の姿勢として肝要であり、対話の基盤となる信頼関係構築につながると考える。企業内でどのように信頼関係の構築や共感づくりが行われているか、執行者の自己評価視点とは違う社外取締役と対話で確認することも考えられる。

出所:筆者作成(報告書作成中、且つ、公表前につき厳秘)



3. 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



3. 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

□「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。」

(金融庁 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)

□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



3. 投資家の立場から監査役等に期待すること

・ 監査役と監査(等)委員である取締役の違い

| CG報告書 日付 | 全委員 | 常勤委員 | 社内取締役 | 社外取締 役 | 社外有識 者 | その他 | 委員長 | 補足説明 |
|-------------|---|------|--------|-----------|-----------|-----------------------|---------------|---------------|
| 2018/2/22 | 8 | 4 | 3 | 2 | 0 | 3 | 社内取締役 | 無 |
| 2018/4/2 | 8 | 4 | 3 | 2 | 0 | 3 (社内監査役1、社 外監査役2) | 社内取締役 | 有 (半数以上社外) |
| 2018/4/27 | 7 | 3 | 3 | 2 | 0 | 2 (社外監査役) | 社内取締役 | 有 (半数以上社外) |
| 2018/5/17 | 7 | 3 | 3 | 2 | 0 | 2 (社外監査役) | 社内取締役 | 有 (半数以上社外) |
| 2018/12/7 | 7 | 3 | 3 | 2 | 0 | 2 (社外監査役) | 社内取締役 | 有 (半数以上社外) |
| 2019/1/15 | エンゲージメント 2018/2/22公表の変更は改善にならず、代取4名の再任議案に反対 | | | | | | | |
| 2019/3/8 | 7 | 3 | 3 (代取) | 2 | 0 | 2 (社外監査役) | 社内取締役 (社長) | 有 (氏名) |
| 2019/5/7 | 7 | 3 | 3 (代取) | 2 | 0 | 2 (社外監査役) | 社内取締役 (社長) | 有 (氏名) |
| 2019/6/7 | 7 | 3 | 3 (代取) | 2 | 0 | 2 (社外監査役) | 社内取締役 (社長) | 有 (氏名) |
| 2020/3/26 | 7 | 3 | 3 (代取) | 2 | 0 | 2 (社外監査役) | 社内取締役 (社長) | 有 (氏名) |
| 2020/3/26 | エンゲージメント 変更予定、取締役任期も2年から1年に短縮 | | | | | | | |
| 2020/5/7 | 5 | 2 | 2 (代取) | 3 | 0 | 0 | 社外取締役 | 有 (過半数社外) |

出所:コーポレートガバナンス報告書より筆者作成



3. 投資家の立場から監査役等に期待すること

- 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

| 監査等委員である社外取締役人数 (監査等委員でない社外取締役はいない) | 東証1部会社数 |
|--|---------|
| 2 | 100 |
| 3 | 189 |
| 4 | 64 |
| 5 | 13 |
| 上記計 | 366 |

(2021年1月9日検索時点)



3. 投資家の立場から監査役等に期待すること

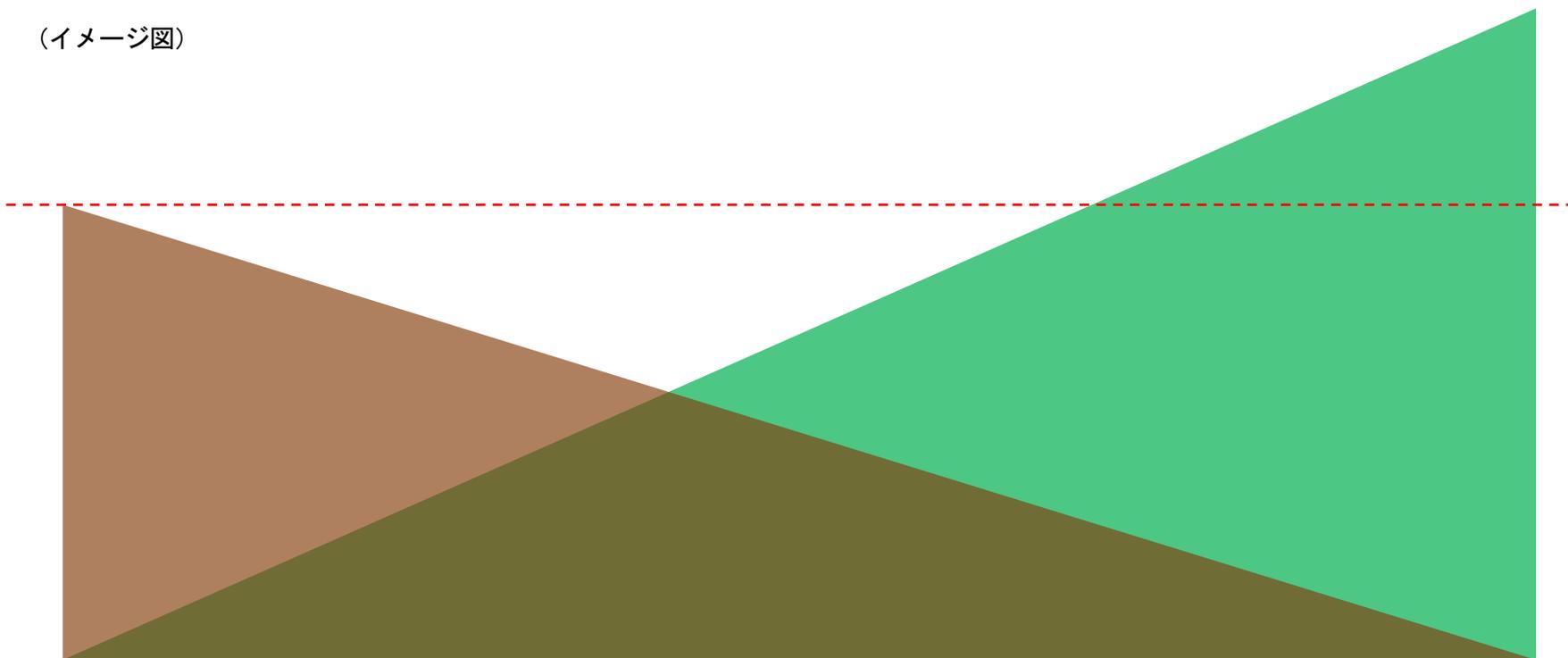
- 「訴訟リスクの視点」から「外部評価の視点」へ
- 「正確・適法止まり」から「企業価値の視点」へ



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

(イメージ図)



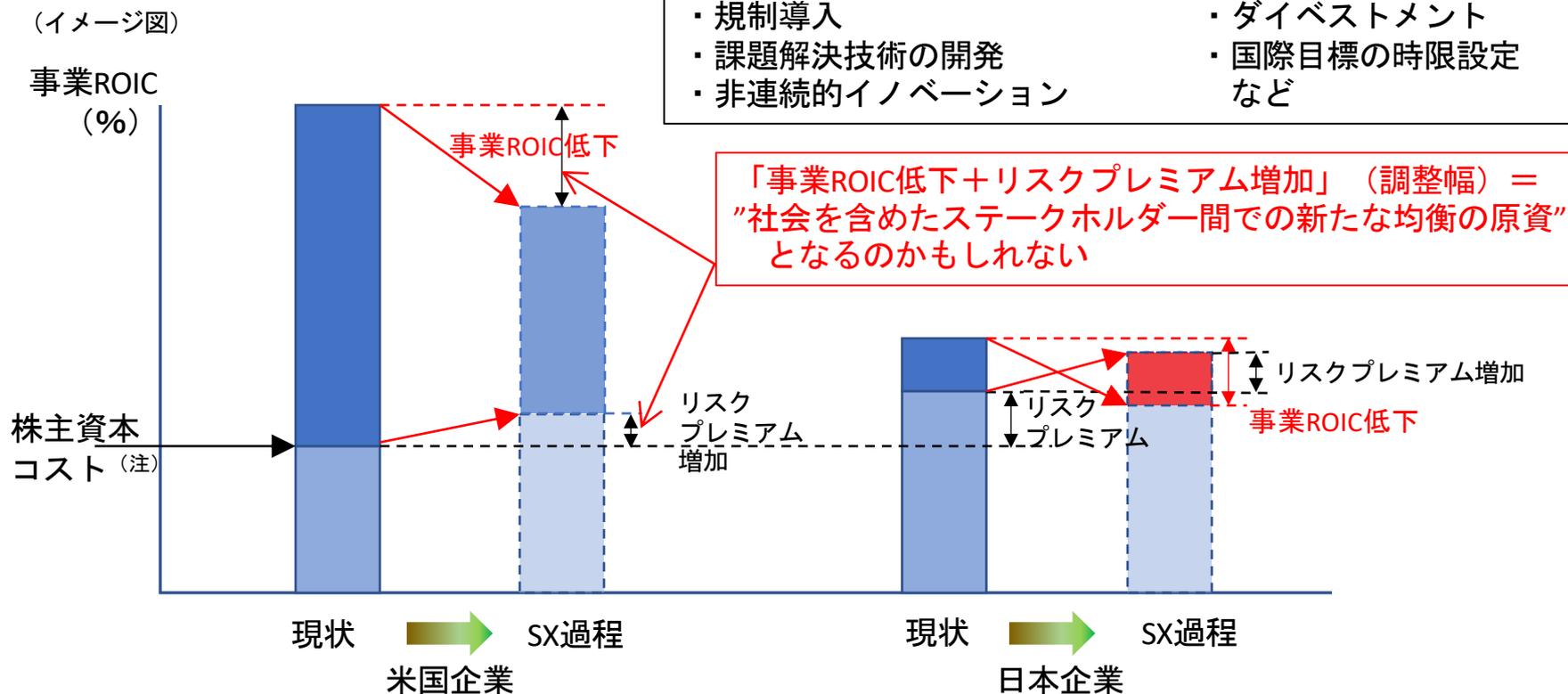
出所:筆者作成



事業ROICへの下方圧力

事業ROICへの下方圧力、株主資本コストの増加要因

- ・ 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
- ・ 国際目標の时限設定など

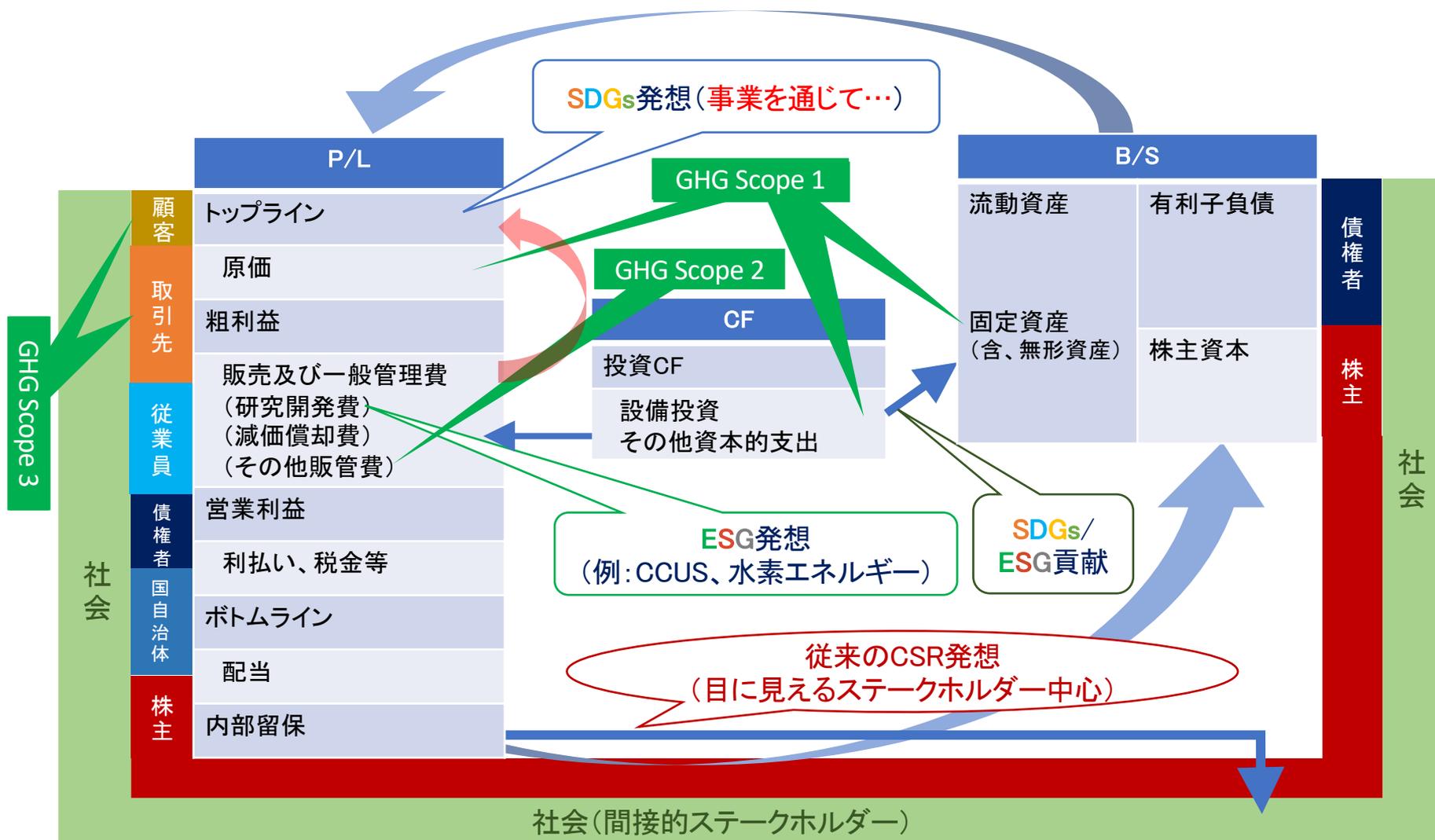


(注)連結ベースのROICに対する資本コストはWACCとなるが、事業ROICは100%エクイティによる資金調達と見做している。事業セグメントや事業部門が外部の第三者に対し有利子負債の債務を負う場合を除き、当該事業が本部から有利子負債の債務不履行や債務超過などを理由に解散・清算を迫られたりはせず、むしろ追加資金の供給さえあるからである。

出所:筆者作成



「社会的価値」はどこに位置付けられるのか



出所: 筆者作成



企業と投資家のエンゲージメントの成果

企業
30

繊維・化学、TOPIX500対象企業

議題



株式市場とのコミュニケーションのあり方、気候変動への取り組み

- 前例踏襲型の過度に保守的な業績見通しについて、業績見通しは単なる数値計画ではなく、会社の方向性や経営陣の覚悟を株式市場に示すメッセージであるべき
- CO2排出量等の抑制に向けた具体的な計画を立てるべき
- 政策保有株式残高が業界内でも突出しており、一般株主との利益相反の懸念

取組



企業30

2019年12月

- IR

2020年1月

- IR

2020年3月

- 代表取締役社長
- 常務執行役員
- 執行役員経理部長ほか

2020年5月

- IR

フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネジャー
- 担当アナリスト

成果



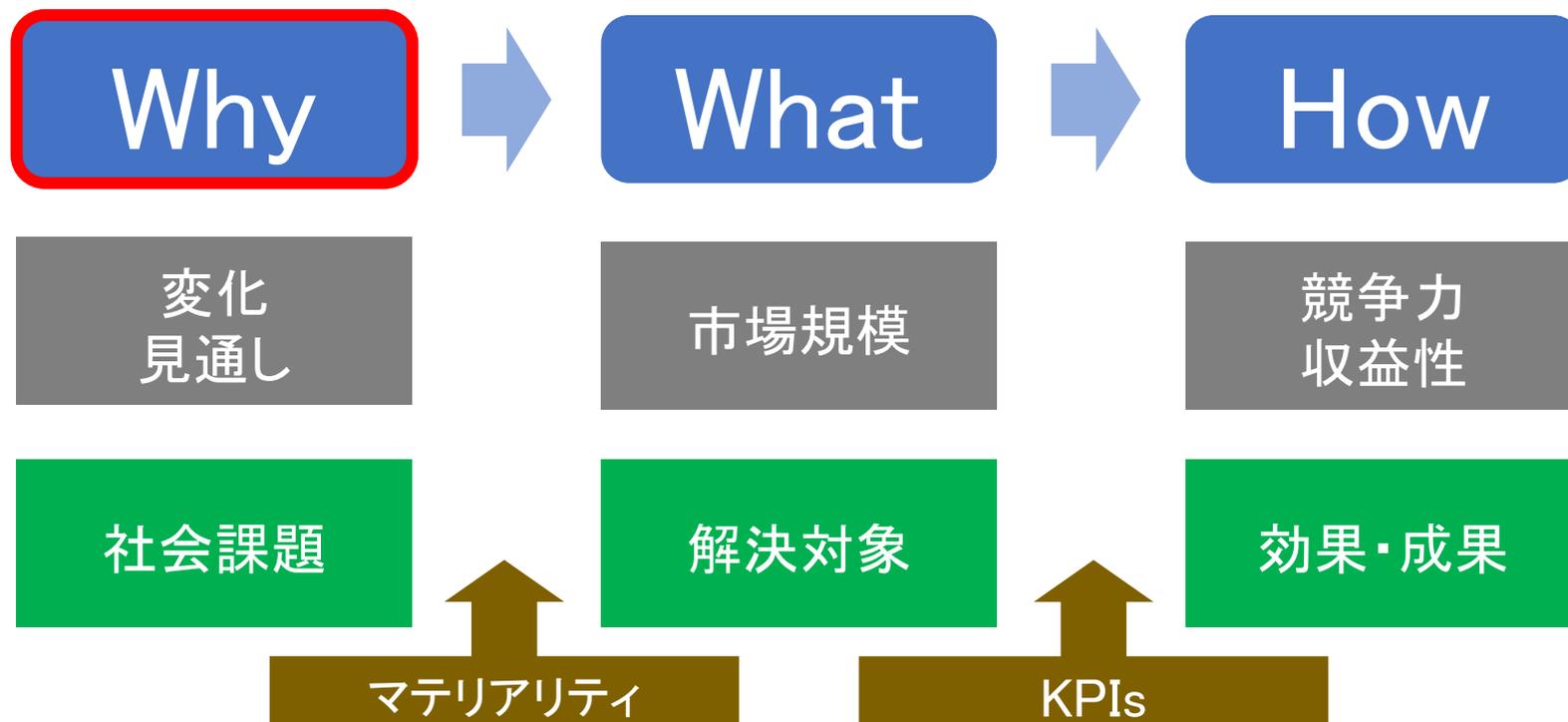
- 2020年3月に社長面談が実現。社長にとって就任以来初めての投資家との面談となったが、情報開示の改善や政策保有株式の縮減等について取り組んでいくことを約束
- 2020年6月の有価証券報告書では政策保有株式残高の縮減を確認
- その後発表された新中計はこれまでになく意欲的な内容であり、株式市場に対するコミットメントを示すものとなった
- 初めて統合報告書、ESGデータブックを発行し、CO2排出量削減計画の開示など、ベストプラクティスと呼べる水準にまで改善

出所：フィデリティ投信ホームページ「2020年 日本版スチュワードシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」より抜粋



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



出所:筆者作成



3. 投資家の立場から監査役等に期待すること

- 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事例(1)

企業
16

医療機器製造、TOPIX500対象企業

議題



相次ぐ下方修正

- 年度初に掲げた会社計画の未達が続いていることについて、経営のコミットメントが不足しているのか、目標設定が不適切なのか、社外取締役として問題認識を持っているのかといった観点から対話を実施、問題意識を共有

指名諮問委員会による新社長の評価

- 新設した指名諮問委員会は新社長の適性をどう確認しているのかなど、取締役会の実効性について意見交換を実施

取組



企業16

2018年3月

- 社外取締役
(指名諮問委員会委員長)

フィデリティ

- エンゲージメント責任者
- ポートフォリオ・マネジャー
- 担当アナリスト

成果



パフォーマンス改善

- 同社外取締役が会社計画に対する達成度について、予めから問題意識を持っていたことが確認された。株主の懸念を共有できたことは有意義との認識を確認
- 同エンゲージメント前まで3年にわたり株価パフォーマンスは対TOPIX、対業種ともに大幅に劣後していたが、以後は、営業利益率の改善等を伴う良質な決算内容で会社計画を超過達成。株価の相対パフォーマンスも大幅改善した(2018年9月)

出所:フィデリティ投信ホームページ「2020年 日本版スチュワードシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」より抜粋



企業と投資家のエンゲージメント事例(2)

企業
18

自動車関連、TOPIXラーズ70対象企業

議題



経営の執行と監督の分離

- 2018年3月、品質検査に係る不正が発覚し、けじめをつけるため代表取締役社長(CEO)が社長を退任し、代表取締役会長(CEO)に就く人事が発表された
- 2018年5月、企業風土改革には強いリーダーシップと明確な執行と監督の分離が必要との観点から、同方針について反対する旨を伝えた。一方、同氏が非業務執行取締役として取締役会議長を務めることは合理的であるという意見を伝えた

取組



企業18

- 2018年5月
 - SR担当
- 2019年7月
 - 社外取締役

フィデリティ

- エンゲージメント責任者

成果



- 一旦は当初方針通りで変更なしとの連絡があったものの、新たな不正が発覚したことを受け、代表取締役会長(CEO)就任予定だったがCEO職辞任と代表権の返上、取締役会長への就任が発表された。当方が強調して説明してきた観点に沿った決定であり、議決権行使は賛成に変更した
- 2019年7月、監督機能の確認の観点から同社社外取締役と面談を実施。投資家が期待する社外取締役が果たすべき役割について共有した

出所:フィデリティ投信ホームページ「2020年 日本版ステュワードシップ・コードの各原則・指針の励行状況に対する自己評価」より抜粋



ご静聴ありがとうございました。



重要事項

- ❖ 当資料は、信頼できる情報をもとにアストナリング・アドバイザーが作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- ❖ 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、見通し等を保証もしくは示唆するものではありません。
- ❖ 当資料に関わる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。

