

## 【監査懇話会・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。

OCG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(回歸)が求められるのではないかと。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かまき身を処すか(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～制度の多様性が有り、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。

ー 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)。

OCG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おりますが、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でしょうか？

以上