

コーポレートガバナンスに関する最近の動向について

2022年1月13日
産業組織課

1. コーポレートガバナンスを巡る現状

プライム市場企業に対するコーポレートガバナンス・コード改訂内容

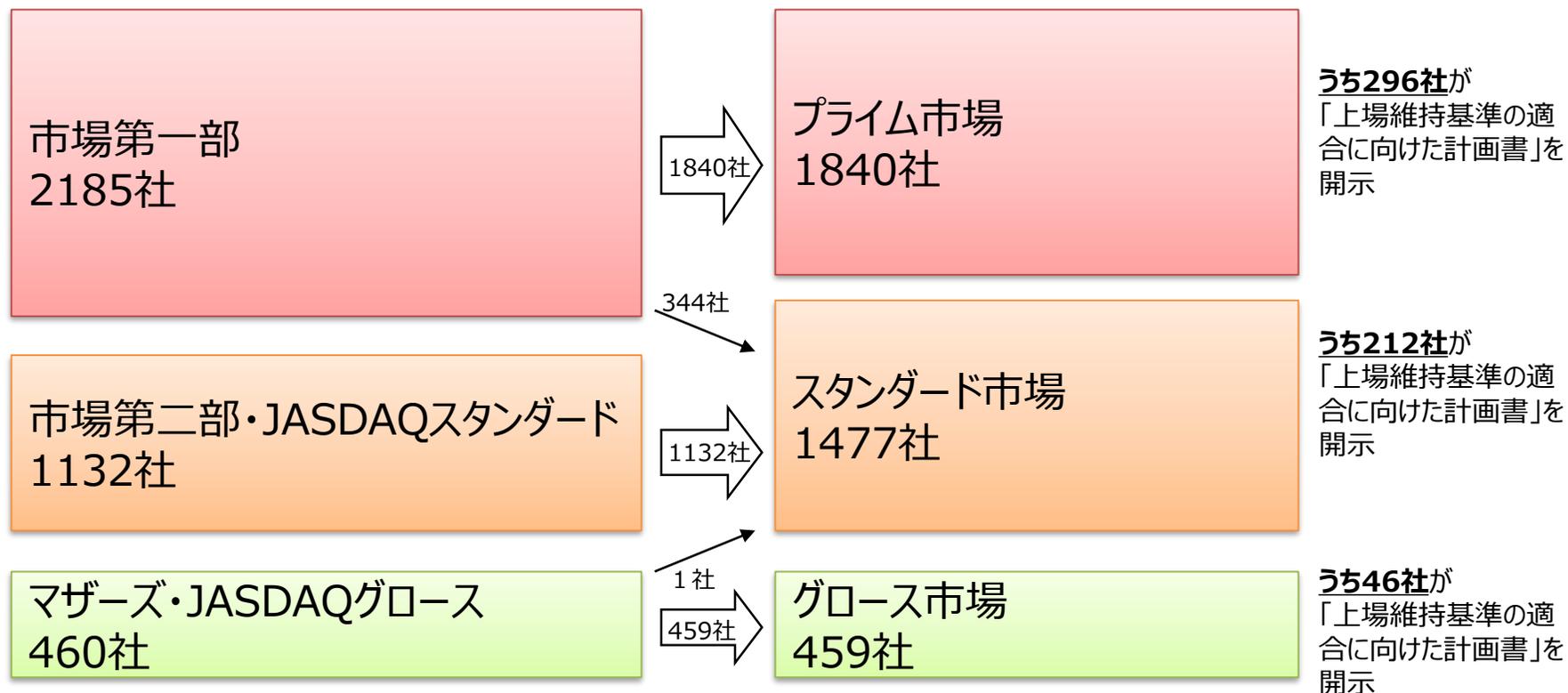
- 我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる、国際的に見ても魅力あふれる市場となるプライム市場については、コード改訂において、一段高いガバナンスを目指すこととされた。

項目	改訂の内容
取締役会 の実効性確保	- プライム市場上場会社において独立社外取締役を3分の1以上（必要と考える場合には過半数）選任すべきことを明記
指名・報酬	- プライム市場上場会社においては、指名・報酬委員会の構成の過半数を独立社外取締役とすることを原則化
上場子会社	- 支配株主を有する上場会社について、プライム市場上場会社は独立社外取締役を過半数選任、または特別委員会の設置を明記
サステナビリティ	- プライム市場上場会社においては、気候変動に係るリスク及び収益機会が事業活動等に与える影響について分析を行った上で、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ことを原則化

新市場区分の選択結果

- 新市場区分の選択では、現在の東証一部上場企業のうち84%がプライム市場を選択。

新市場区分の選択結果

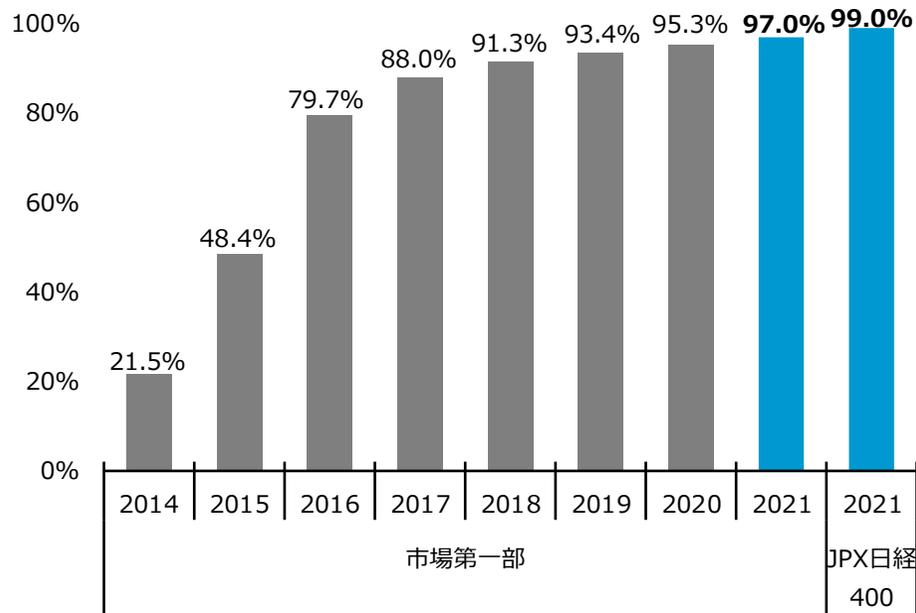


社外取締役の選任（東証一部）

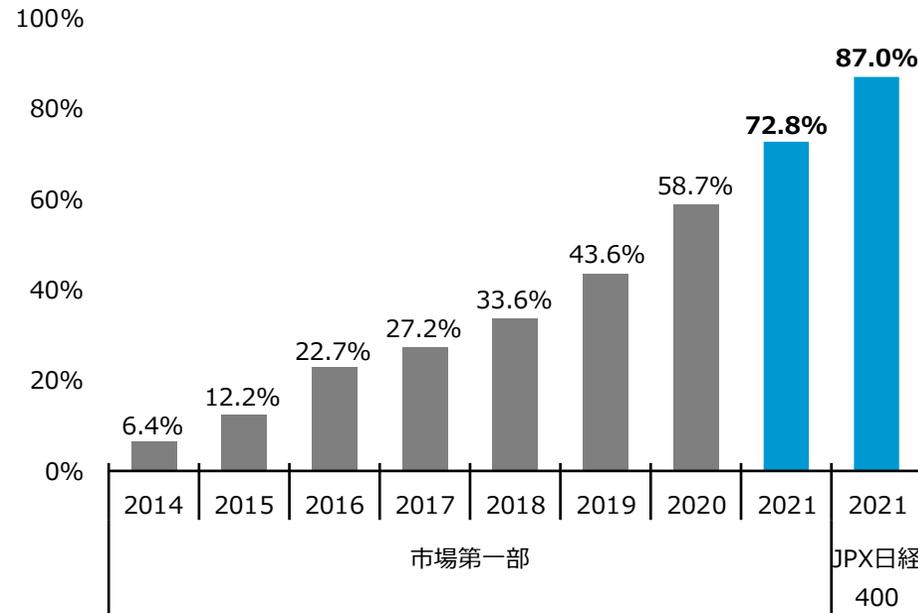
- コーポレートガバナンス・コードが策定されて以降、**社外取締役の選任は着実に進展**。
- 昨年6月の同コード改訂では、プライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべきであるとされた。

※令和元年改正会社法（令和3年3月1日施行）により、上場会社等は社外取締役を置くことが義務付けられた。

2名以上の独立社外取締役を選任する 上場会社の比率推移



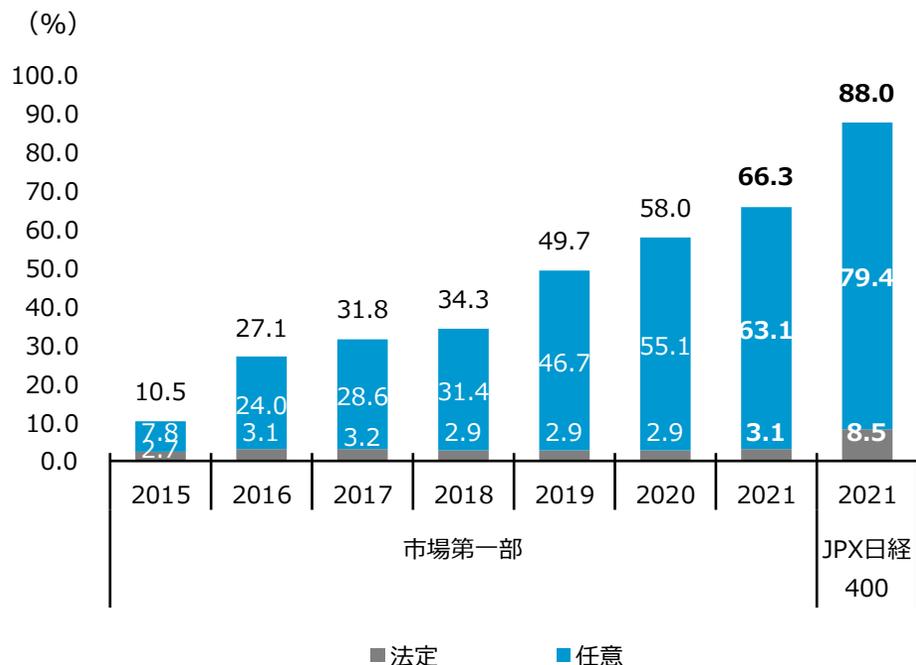
3分の1以上の独立社外取締役を選任する 上場会社の比率推移



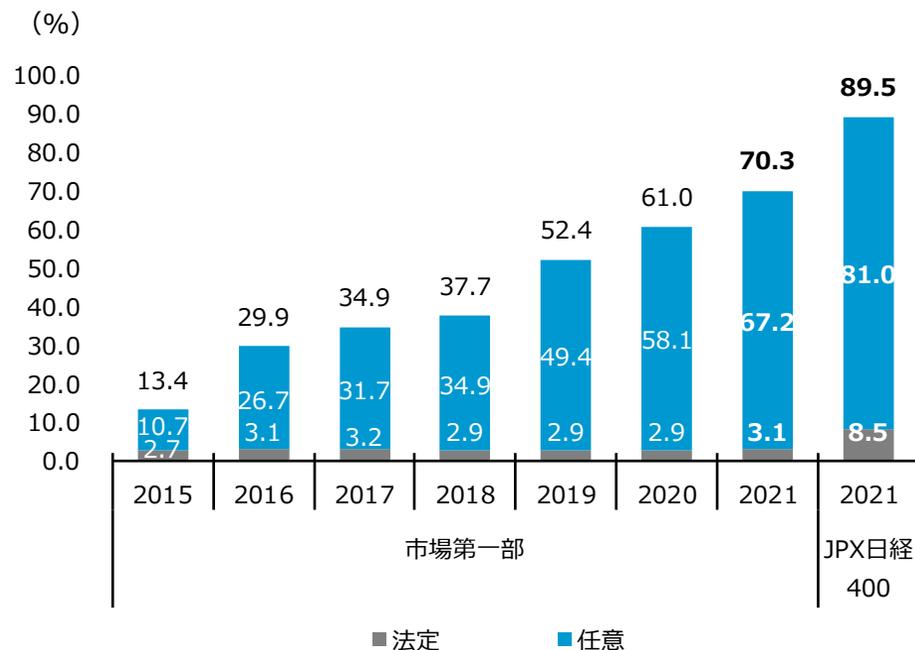
指名委員会・報酬委員会の設置（東証一部）

- 指名委員会及び報酬委員会の設置も進み、特に、任意の委員会が積極的に活用されている。
- 昨年のコーポレートガバナンス・コード改訂では、プライム市場上場会社においては、指名委員会・報酬委員会の構成の過半数を独立社外取締役とすることが原則化された。

指名委員会の設置状況

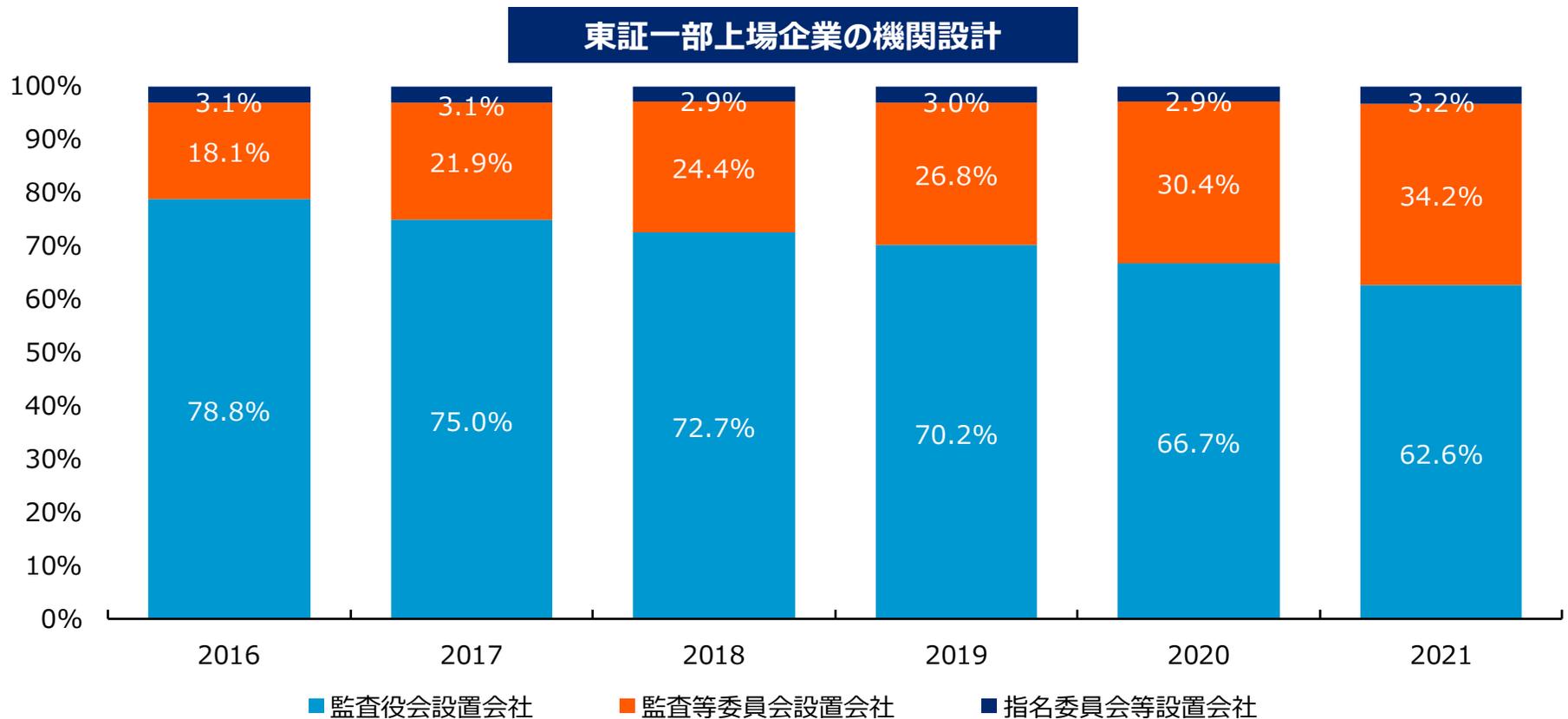


報酬委員会の設置状況



機関設計の形態（東証一部）

- 2015年施行の会社法改正で導入された監査等委員会設置会社は、東証一部上場会社の3分の1の会社が採用するまでに増加。他方、指名委員会等設置会社は3%程度にとどまる。

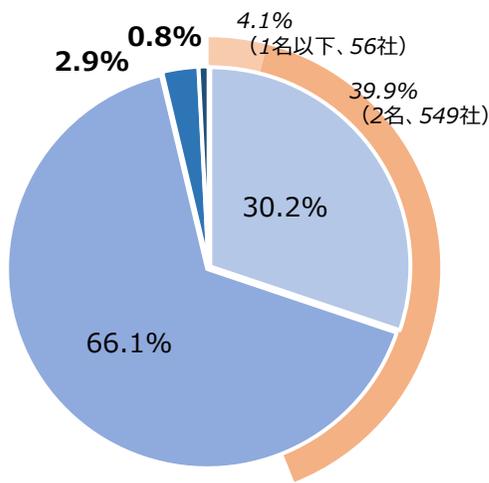


機関設計別にみた独立社外役員比率（東証一部）

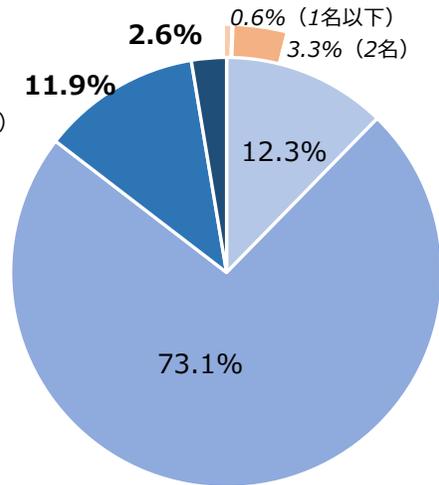
- 指名委員会等設置会社と比較すると、それ以外の機関設計では、独立社外役員が過半数を占める企業は少数派。

監査役設置会社

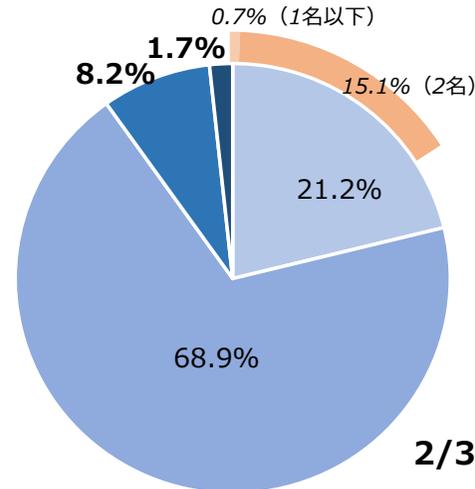
取締役のみ



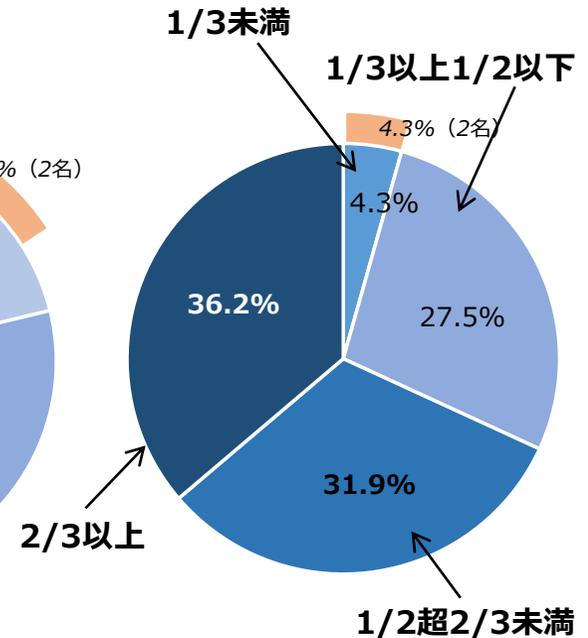
取締役+監査役



監査等委員会設置会社



指名委員会等設置会社



独立社外役員が過半数を占める企業の比率

3.7%

14.5% (*)

9.9%

68.1%

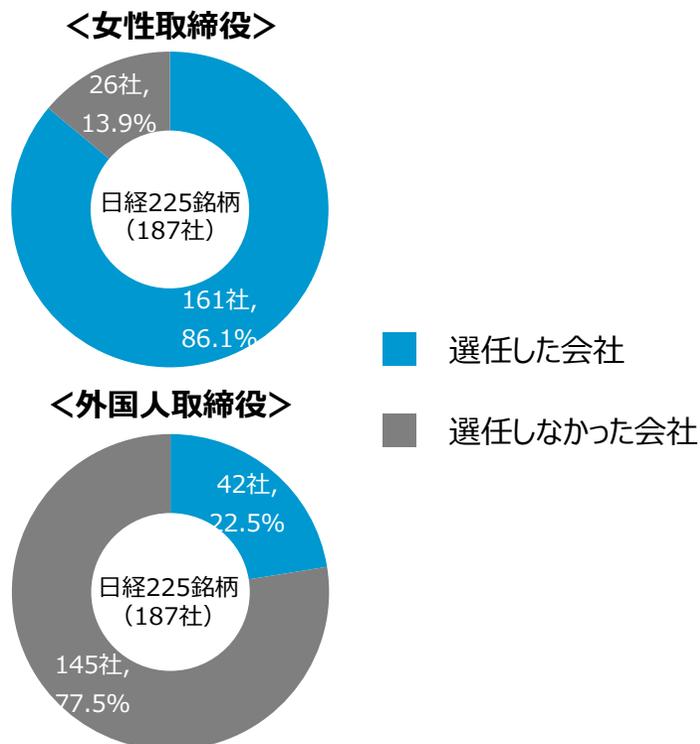
(注) 2020年9月7日～2021年9月7日においてコーポレートガバナンス報告書を提出した企業（2205社）のうち、その最新のデータから作成。なお、監査役設置会社において、独立社外取締役選任数に関するデータのない企業が1社母数に含まれる

監査役設置会社の「取締役+監査役」のグラフは、分母を取締役及び監査役の合計数、分子を独立社外取締役及び独立社外監査役の合計数として算出
(出所) eolより経済産業省において作成

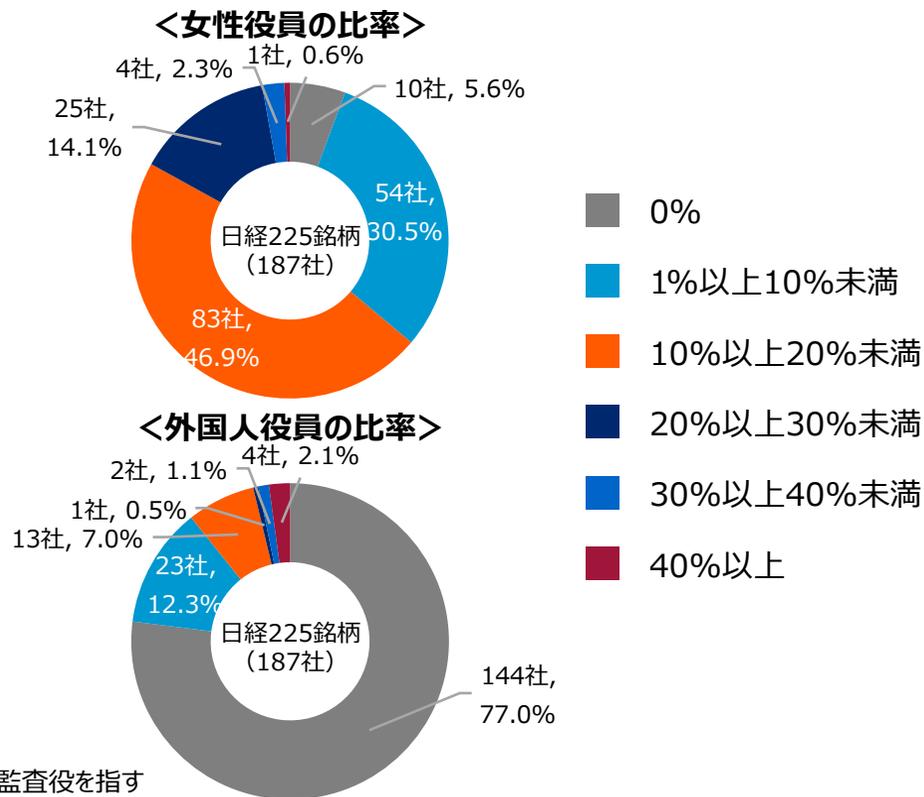
女性・外国人取締役の選任状況（日経225採用銘柄）

- 日経225採用銘柄において、女性取締役は86.1%、外国人取締役は22.5%の企業でそれぞれ選任されている。
- 一方で、全体に占める比率は低く、女性役員（取締役及び監査役）の比率が2割を超える会社は17%しかない。

女性・外国人取締役の選任状況（2021年）



各社における女性・外国人役員比率（2021年）

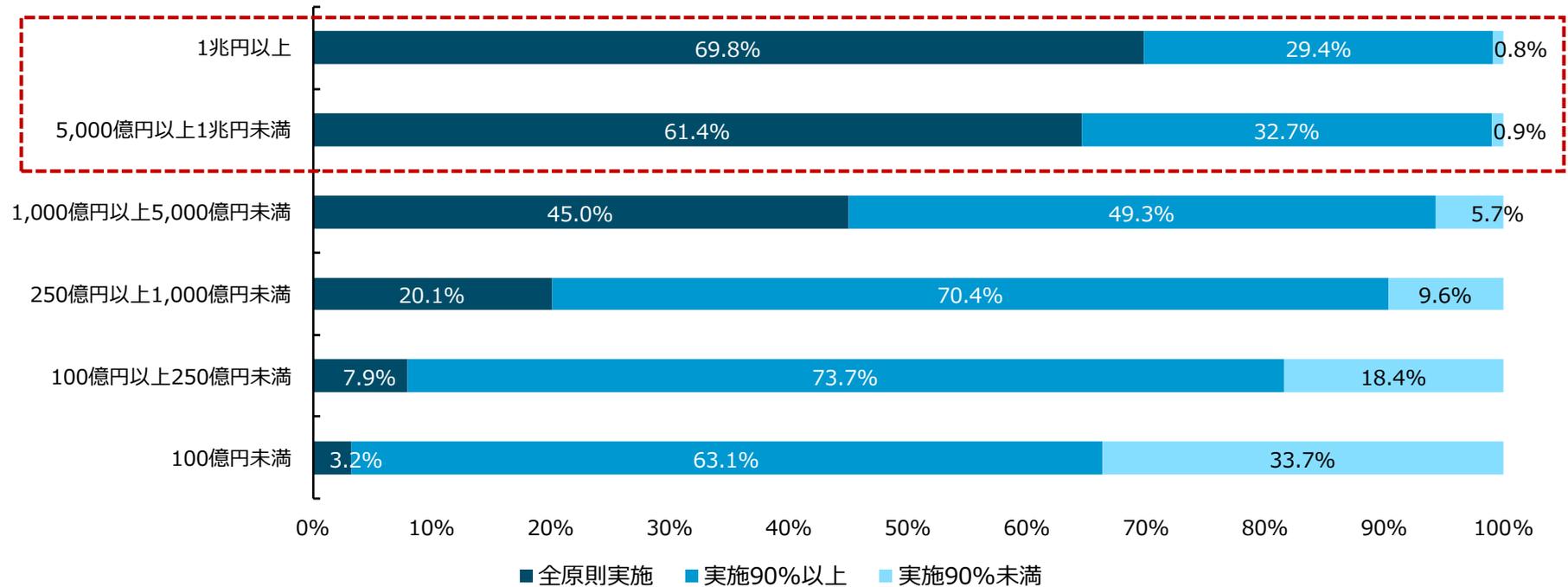


(注) 招集通知・有価証券報告書の記載より確認できた属性について記載。役員は取締役及び監査役を指す
(出所) 三菱UFJ信託銀行「2021年6月総会の状況（確報版）」

企業規模別のコーポレートガバナンス・コード実施状況

- 時価総額の大きい企業は、コーポレートガバナンス・コードの各原則の実施比率が高く、時価総額が5,000億円以上の企業は、過半数が全原則を実施している。

時価総額別のコーポレートガバナンス・コード実施状況

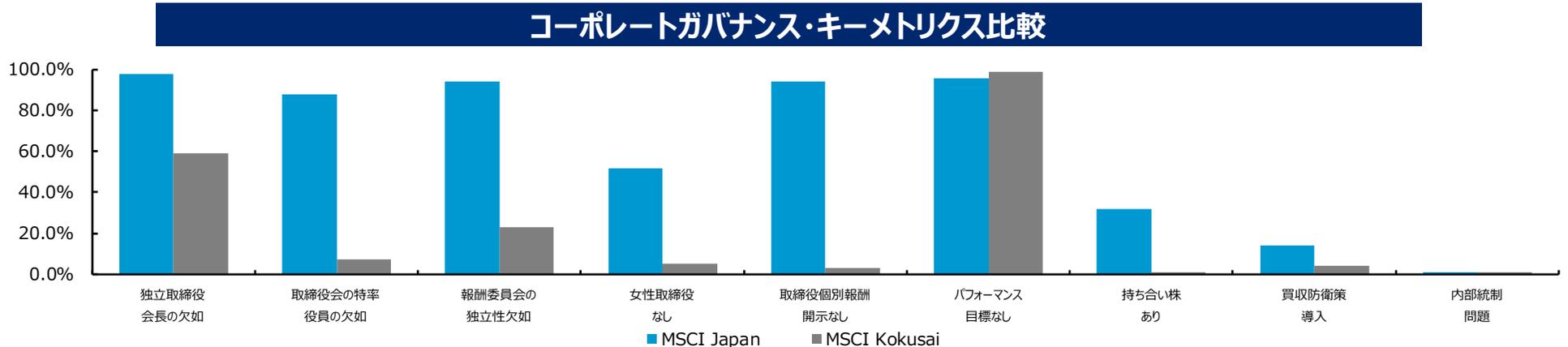
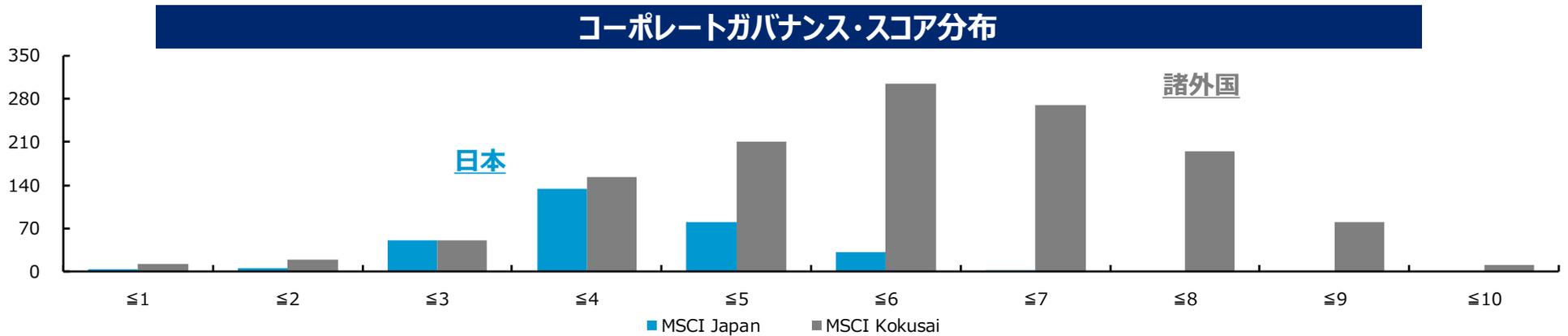


(注) 2020年8月14日時点のデータを記載

(出所) 東京証券取引所「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2021」

コーポレートガバナンス・スコア分布比較

- MSCIのガバナンスと会計に関する96の評価項目に基づいて付与するスコアに基づく、日本企業の半数以上が5点以下であり、諸外国に比して低い水準に位置。
- 日本は諸外国に比して取締役会の独立性や個別報酬開示に関するスコアが低い。

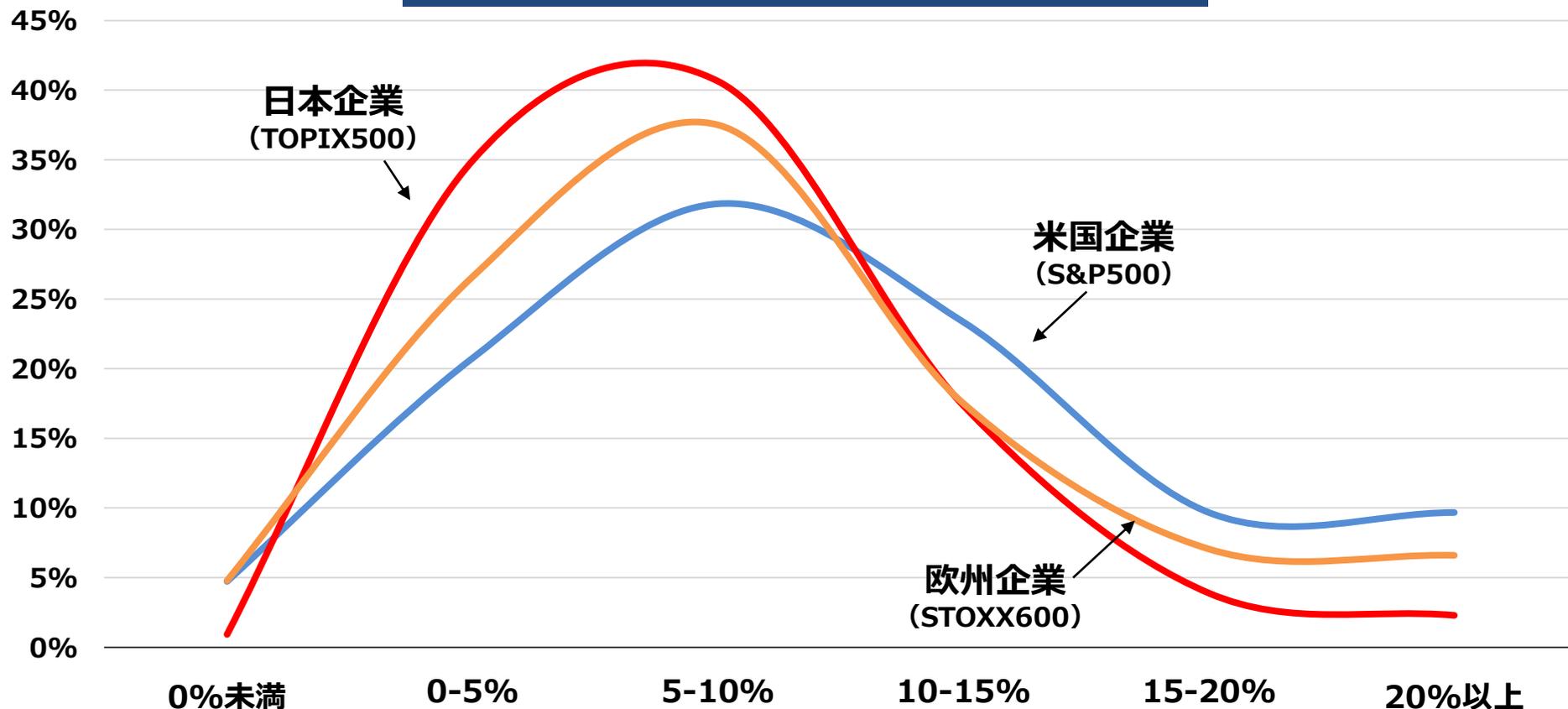


(注) 2017年5月19日時点のMSCIによるガバナンス調査を記載
 (出所) MSCI「ESG格付け - 日本株レポート」(2017年7月)

営業利益率（ROA）の国際比較

- 日本の上場企業は、米国・欧州企業に比べて、営業利益率が低い企業が多い。

上場企業の営業利益率の分布（ROA）



TOPIX500：東証1部上場企業のうち、株式売買量や時価総額が大きい上位500社で構成する区分

STOXX600：欧州17か国（英国、ドイツ、フランス等）の証券取引所上場企業のうち、株式売買量や時価総額が大きい上位600社で構成する区分

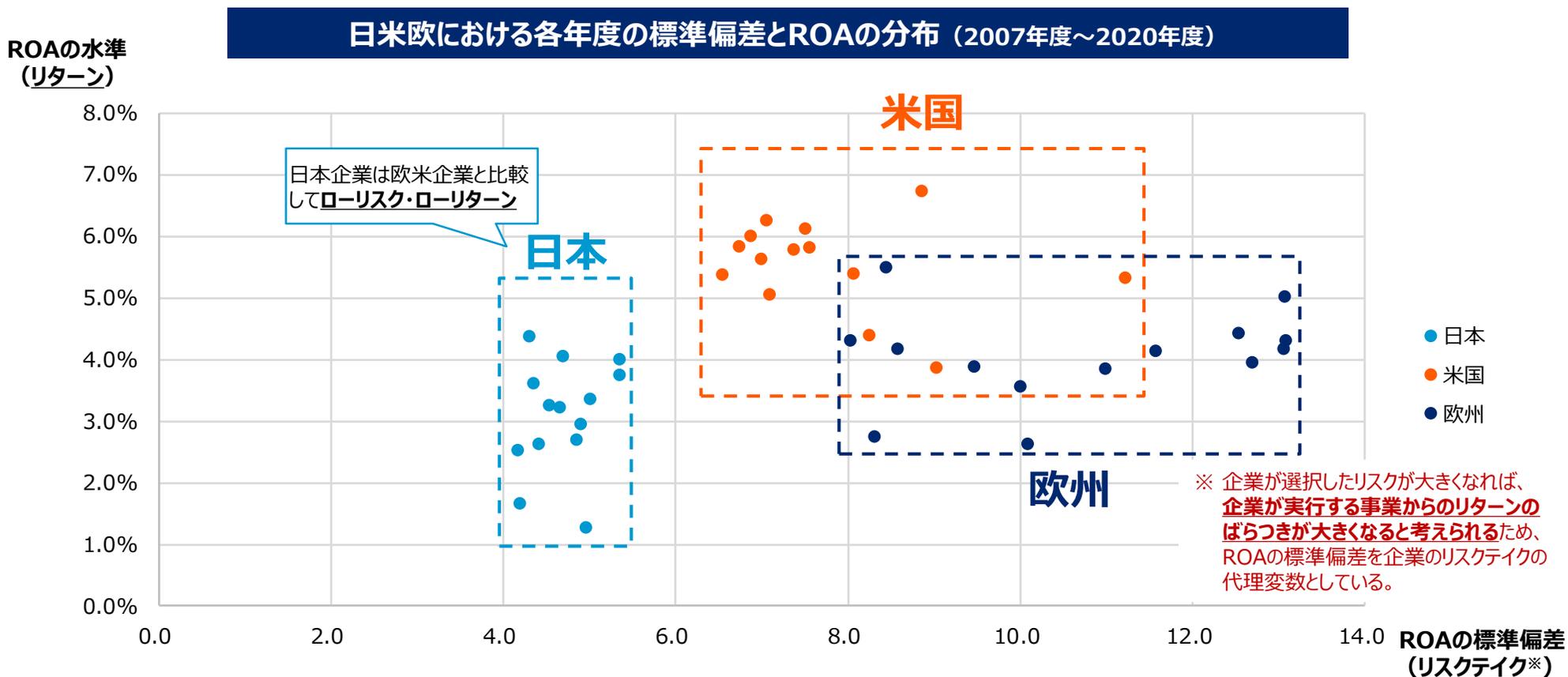
S&P500：米国証券取引所（ニューヨーク証券取引所、NASDAQ等）上場企業のうち、株式売買量や時価総額が大きい上位500社で構成する区分

（注） 2019年9月時点の構成企業（金融業及び日本郵政グループを除く。）を対象としている

（出所） 日本証券取引所、STOXX、S&P Dow Jones Indices、Bloombergを基に作成

リスクテイクの大きさとROAとの関係

- 日本企業は欧米企業と比較してROAの水準及び標準偏差がともに低い数値。日本企業が欧米企業に比して、日本企業がローリスク・ローリターンの行動を取っていることの現れとも考えられる。



(注) それぞれ横軸：各国の分析対象におけるROAの標準偏差（年度ごとに算出）、縦軸：各年度における各国の分析対象のROA中央値、を指す

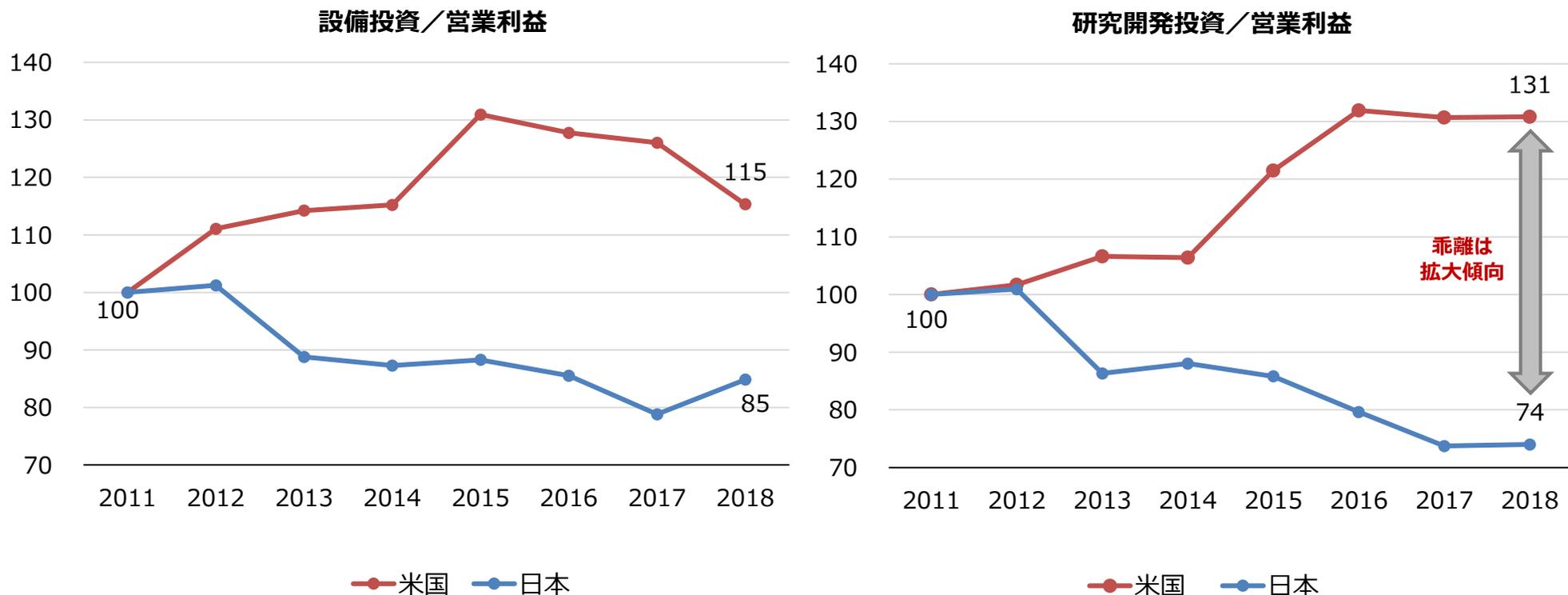
- ①日本：TOPIX500（東証1部上場企業時価総額上位500社）
- ②米国：S&P500（米国上場企業の内、全主要業種を代表する500社）
- ③欧州：BE500（欧州企業時価総額上位500社）

(出所) Bloombergを元に経済産業省作成（データは2021年5月24日時点）

営業利益に対する設備・研究開発投資の比率

- 日本企業は、営業利益に対する設備投資・研究開発投資の比率が減少しているが、米国企業は増加している。

企業の営業利益に対する設備投資、研究開発投資の比率（日米比較、2011年＝「100」で指数化）

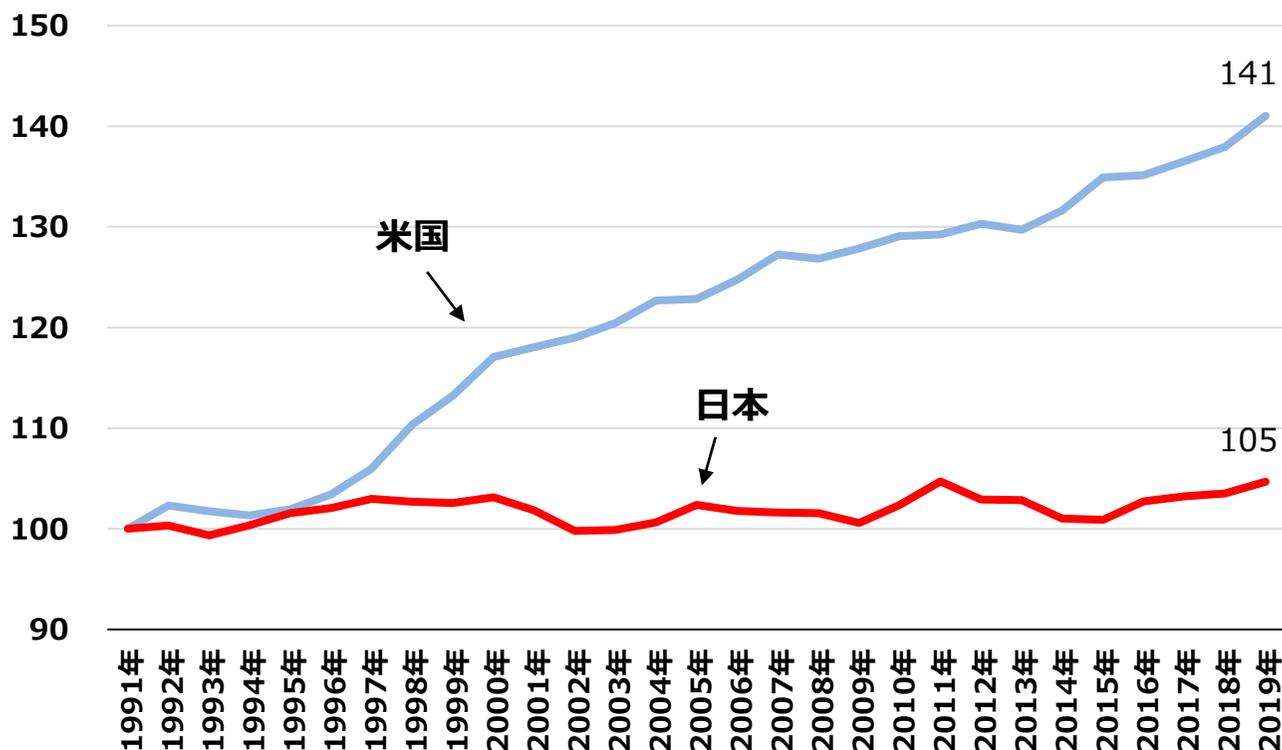


図：財務省「法人企業統計」、経済産業省「企業活動基本調査」、U.S Census Bureau「Quarterly Financial Report」、National Science Foundation「Business Research and Development and Innovation」を基に経済産業省作成
※日本は年度、米国は暦年

実質賃金の推移

- 日本では雇用を守ることを重視してきたが、米国と比較すると、実質賃金は低迷。低収益・低成長部門からの撤退も、雇用維持等の観点から判断が遅れた。

1人あたり実質賃金の推移



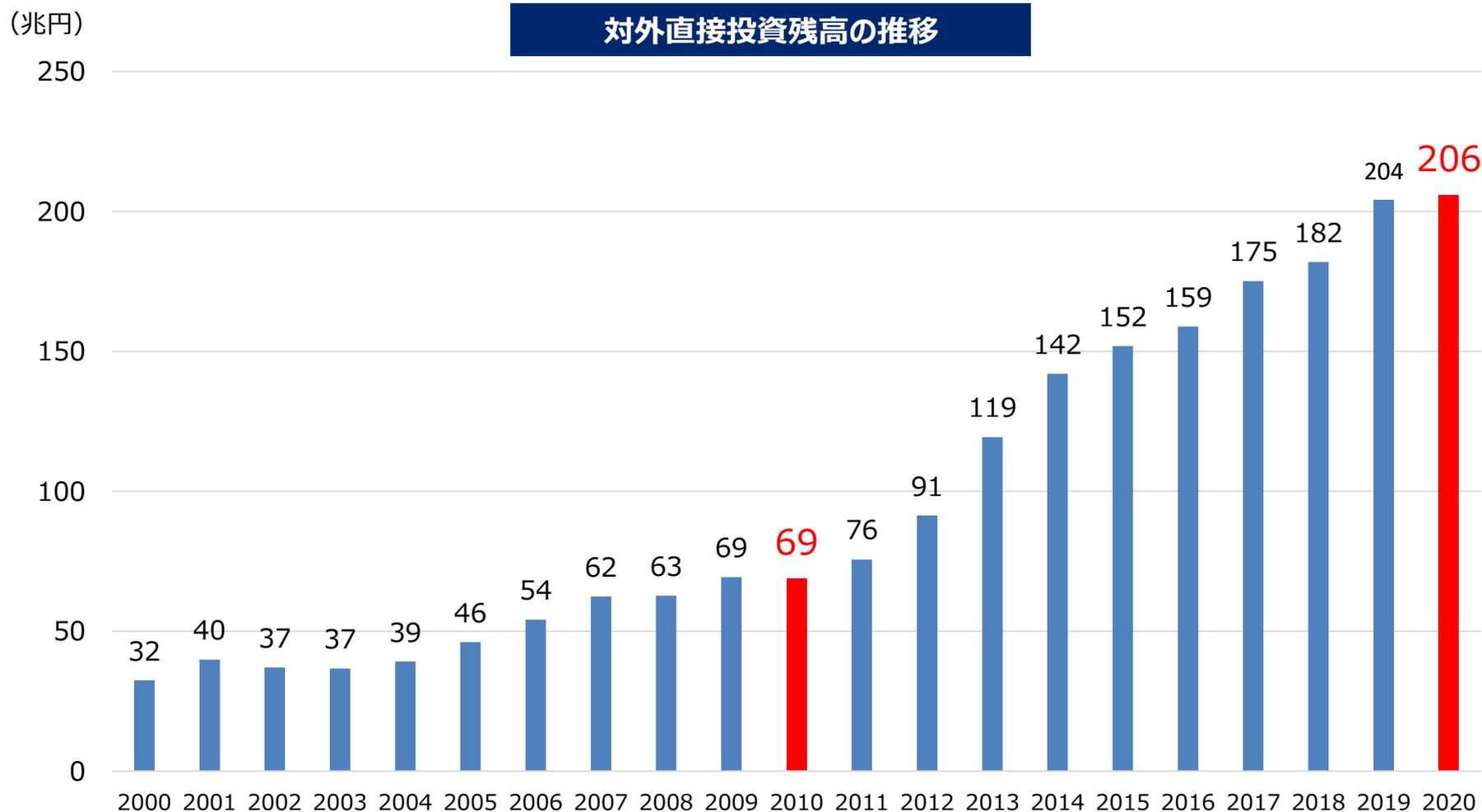
(注) 2019年の米国ドル(購買力平価ベース)により実質化した値

国民経済計算における「賃金・俸給」を雇用者数で割った上で、雇用者の平均週労働時間に対するフルタイム雇用者の平均週労働時間の割合を乗じて計算された数値

(出所) OECD.Statを基に作成

海外への事業展開の進展

- 日本企業は海外事業展開を積極的に進めており、対外直接投資残高は過去10年で約3倍に増加。



企業業績と企業行動に関する分析結果

- 日本におけるコーポレートガバナンス改革により、有利子負債が減少し、現預金保有や株主還元の部分において一定の効果が認められたという分析結果がある。
- 他方、収益性改善や中長期的投資に大きな影響を与えたという結果は出ていない。

企業業績と企業行動（東証1部上場企業平均）

		2010～12年度 平均	2014～18年度 平均	企業統治改革の効果
企業業績	ROE	5.4%	7.9% (+2.4%)	▲0.0%
	ROA	6.4%	7.3% (+0.9%)	▲0.0%
企業行動	設備投資比率	14.2%	17.6% (+3.4%)	0.0%
	研究開発投資比率	2.6%	2.5% (▲0.1%)	0.0%
	有利子負債比率	19.4%	17.3% (▲2.1%)	▲3.2% 
	現預金保有比率	25.8%	30.4% (+4.6%)	0.7% 
	株主資本配当率	1.8%	2.3% (+0.4%)	0.5% 

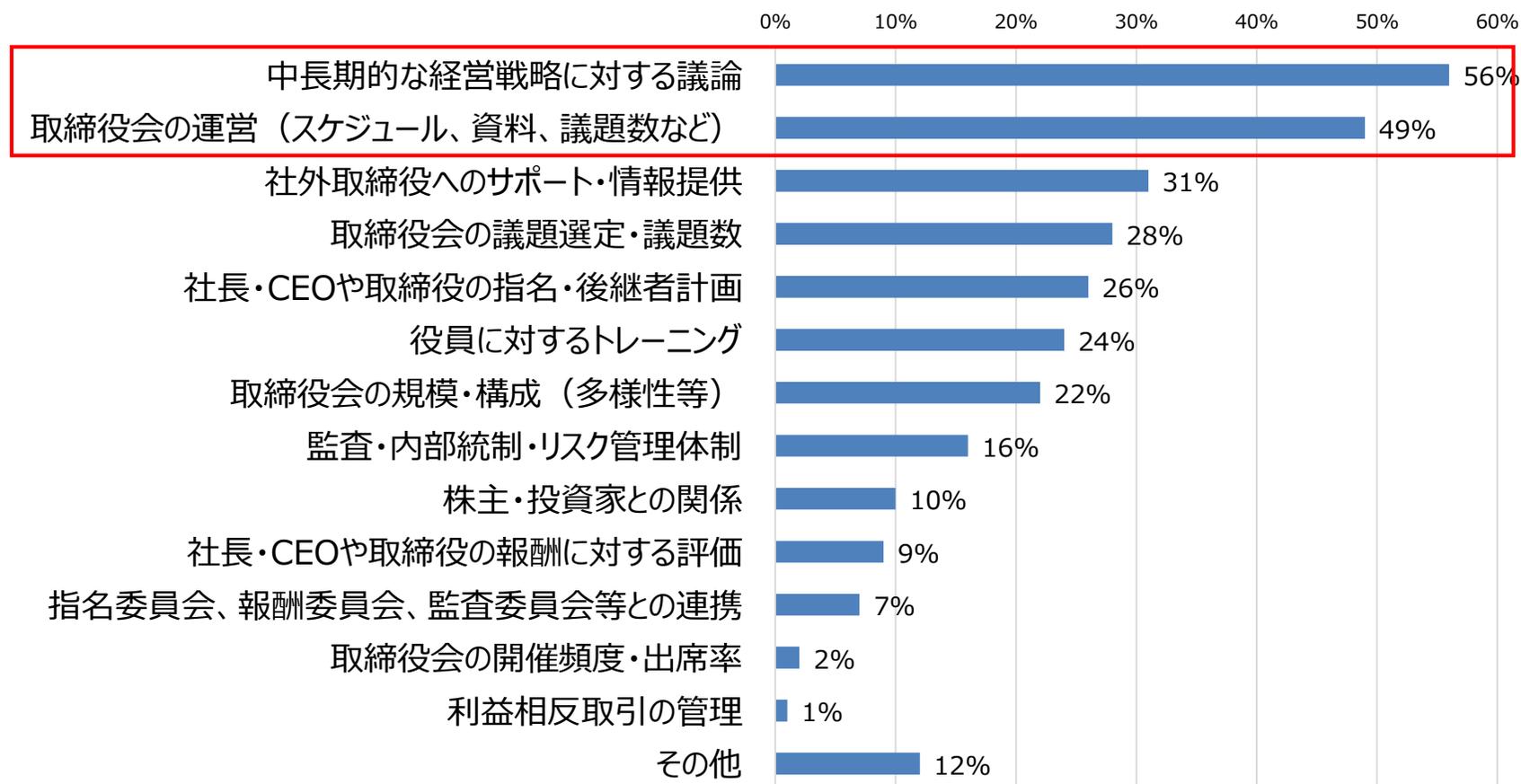
(注) 設備投資比率=有形固定資産の取得金額÷有形固定資産、R&D投資比率=研究開発費÷売上高（対象は製造業と情報業の企業のみ）、有利子負債比率=有利子負債÷総資産、現預金保有比率=(現預金+有価証券)÷(総資産-現預金-有価証券)、株主資本配当率=年間配当総額÷株主資本、でそれぞれ算出
企業統治改革の効果は、個々の企業の毎年のROEや投資比率を、企業規模、市場評価、産業別の売上高増減率などによって説明したモデルから推計

(出所) 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のか』旬刊商事法務No.2231（2020年5月25日号）

取締役会の実効性評価で課題とされた項目

- 取締役会の実効性評価を行った企業では、中長期的な経営戦略に対する議論不足や、取締役会の運営（スケジュール、資料、議題数等）が課題として認識されている。

取締役会の実効性評価の結果、課題が見つかった項目（複数回答）



2. 産業構造審議会（経済産業政策新機軸部会）における検討

以下のようなアプローチで経済産業政策の新機軸を検討してはどうか

- ① 長期で到達すべきゴール・ビジョンを明確に設定（当面、2030年、2050年）
 - ② 政府が「ミッション志向」で積極的政策対応すべき社会・経済課題や分野を特定。
 - グリーン社会、デジタル社会、経済安保・グローバル社会、包摂的社会、健康・ヘルスケア、レジリエンスの実現を「ミッション志向」で取り組み、人材、スタートアップ・イノベーション、企業改革、行政アップデートをそれらの実現の基盤として取り組む。
- ※世界で「ミッション志向」で取り組むべきとされるのはグリーンや格差（包摂的社会）であるが、**日本では、デジタルやグローバル化は世界に対して周回遅れとなっていることが問題であり、積極的政策対応が必要。**
- ③ それぞれの分野で、各国の取組や国際的な状況を踏まえて、真に実現すべき定量的な目標を設定する。
 - ④ それらの目標からバックキャストし、新しい政府の関与の在り方（例：ワクチン製造のデュアルユース）や、大規模・長期・計画的な支援の在り方も含め、官民のアクションを整理する。

	伝統的産業政策	構造改革	経済産業政策の新機軸
目的	特定産業の保護・育成	市場環境の整備	多様化する中長期の 社会・経済課題の解決 （「 ミッション志向 」）
理論的根拠	「市場の失敗」の是正 幼稚産業保護	市場機能の重視 「政府の失敗」を懸念	不確実性への対応（政府による 市場の創造 ） 「政府の不作為」を懸念 （ 政府もリスクを負う「起業家国家 」） クラウド・イン （民間投資を呼び込む政府資金）
財政出動	中規模・中期	小規模・単発・短期	大規模・長期・計画的

<過去の政策対応と課題、新機軸の検討>

旧基軸

- **市場機能の重視**、「政府の失敗」を懸念。結果として**市場環境の整備にとどまる対応**、**小規模・単発・短期**な財政出動。
- その時々課題へ、その時点で可能なリソースで対応（**長期的に実現すべきゴール・その実現に向けたアクションプランが不明確**）。

課題

- **格差の拡大**、**グリーン**などの社会課題への官民の対応の遅れ【世界共通課題】
- 企業・行政による**産業構造変化への対応の遅れ（企業変革）の遅れ**。
- 成長投資の遅れ、特に、**デジタル化の遅れ**、**グローバル経営の遅れ**【特に日本の課題】

新機軸

- ① **グリーン社会、デジタル社会、経済安保・グローバル社会、包摂的社会の実現、健康・ヘルスケア**といった**社会課題解決を「ミッション志向」**で長期・大規模・戦略的に政策対応。また、解決の鍵となる**人材政策、スタートアップ・イノベーション創出策**などを抜本強化。
- ② **土台となる企業・政府の体質改善（企業の経営改革推進、行政・政策手段のアップデート）**

以下の項目ごとに、特に、以下の検討課題に着目して対応策を検討していくこととしてはどうか。

ミッション志向の政策対応

※項目だてについては、政策の内容の検討に応じて今後検討。

グリーン社会

- 脱炭素化を進める中で、エネルギーコストが上昇し、産業競争力の大きな足かせ。
- グリーン投資・イノベーションの遅れや、技術で勝って実装で負ける状況の放置

デジタル社会

- 米国等ではデジタル化が生産性を向上。少子高齢化が進展する中で生じる様々な日本の課題を解決する可能性を有するものの、企業経営や行政サービスなどでのデジタル化対応が著しく遅れ、我が国産業全体の競争力の主要因にもなっている。

経済安保 グローバル社会

- 政府・企業とも、過度な自前主義でグローバル化が進まず。グローバルに協業・人材獲得・資金調達し、スピード・スケール勝負する企業には劣後。企業は外国人・海外資本活用前提の技術・ノウハウ管理体制が欠如、海外の優れた技術・経営手法・人材を適時適切に取り込めない。
- その一方で、サプライチェーンの脆弱性顕在化(ワクチン、半導体等)、主要国の自国中心主義・ユニラテラルな貿易措置によるリスクの高まり。

包摂的 社会

- 都心部と地域の様々な格差に対しDXを通じた抜本的な解決策がとられていない状況。

健康 ・ヘルスケア

- データ活用による健康・ヘルスケアサービスのパラダイムシフトが世界的に進む中、日本では豊富なデータを活かした新産業の創出が進んでおらず、少子高齢化による疾病構造の変化やコロナ禍で顕在化した新たな健康課題に対応しきれていない。

レジリエンス

- 災害、インフラ維持、保安などレジリエンスが日本での事業活動の大きなリスク要因。

以下の項目ごとに、特に、以下の検討課題に着目して対応策を検討していくこととしてはどうか。

共通する重要な政策課題

人材

- 生産性向上と、「人」への投資の好循環が生み出されていない。
- 産業界の具体的な人材ニーズのシグナルが労働市場や教育機関に出されていない。デジタル化や脱炭素化による産業構造変化を踏まえた人材育成・確保や、イノベーションを担う人材を輩出するための取組が行われていない。

スタートアップ・イノベーション

- 日本市場で事業を確立してから世界を目指す傾向が強く、結果として、グローバルなスタートアップのエコシステムから隔離されている。支援体制は国内目線であり、グローバルな資金や人が流れ込んでおらずユニコーン等のメガベンチャーが生まれていない。

企業改革

- 加速化する産業構造変化に対応したスピードやスケールある経営が行えていない。そのような経営を担える、次世代リーダーをグローバル水準で育てていない。また、配当・自社株買いなど株主還元が重視される一方、戦略投資や従業員への分配、人への投資などが過小になるなどサステナビリティが経営に組みこまれていない。

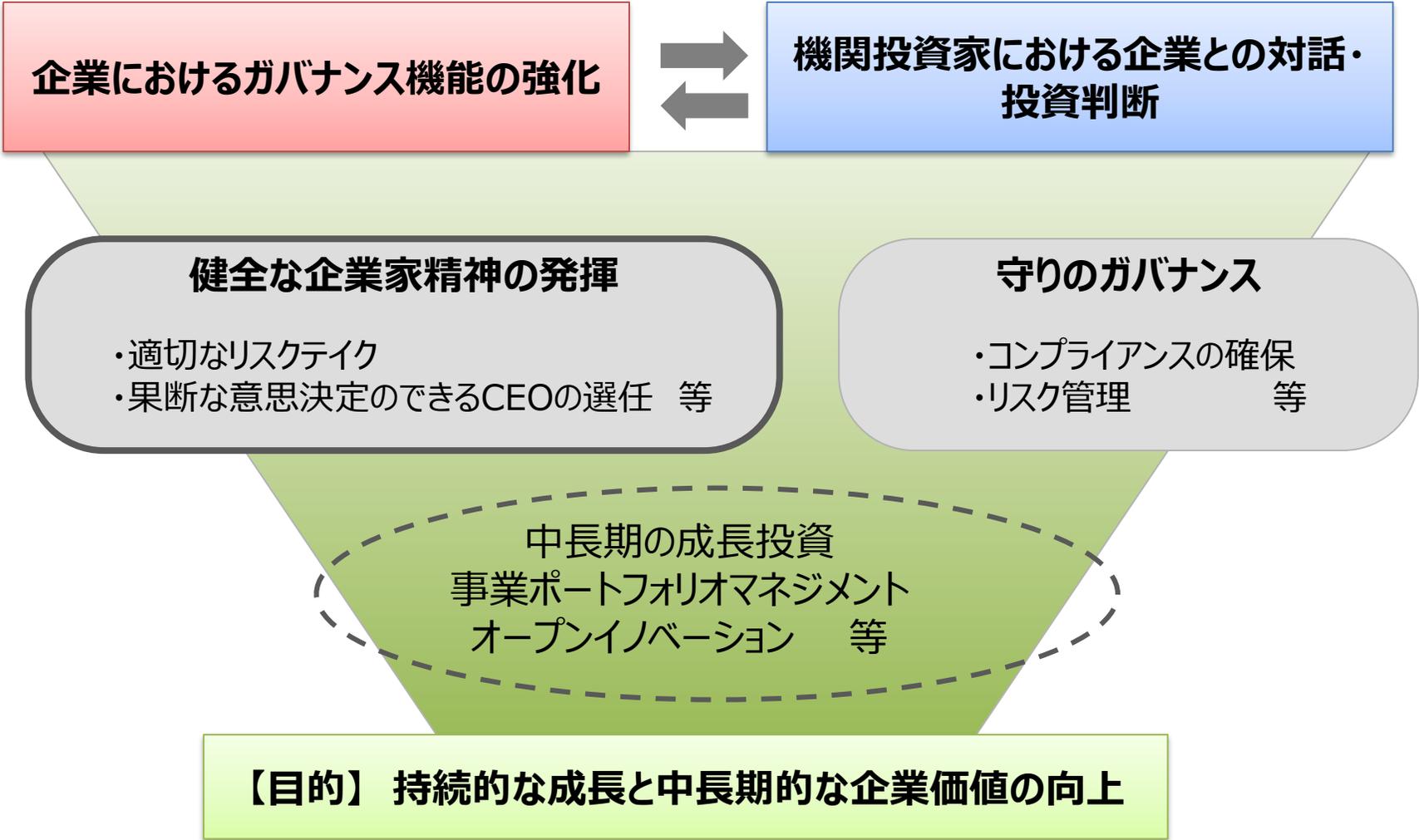
行政アップデート

- 短期視点で、データに基づかない政策意思決定。縦割り、硬直的になりがちな行政組織。学生トップ層はメンバーシップ型の組織への就職を忌避する傾向。

3. CGS研究会（第3期）における検討状況

コーポレートガバナンス改革が目指すもの

● ガバナンス機能の強化や企業が市場と向き合うことにより、健全な企業家精神の発揮などを介して、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上という目的に繋がることが期待されている。



(参考) 「攻めのガバナンス」の考え方

- ガバナンスを適切に規律づけることで、経営者が健全な企業家精神を発揮しつつ経営手腕を振るえる環境が整備されるというのが「攻めのガバナンス」の考え方。
- この前提には、経営判断の結果、会社等に予期せぬ損害が生じても、経営の「意思決定過程の合理性」を確保すれば、経営陣が結果責任を問われることはないという考え方がある（いわゆる経営判断原則）。

(参考) コーポレートガバナンス・コード原案 序文7項

会社は、株主から経営を付託された者としての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コード（原案）は、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである。本コード（原案）では、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている。

本コード（原案）には、株主に対する受託者責任やステークホルダーに対する責務を踏まえ、一定の規律を求める記載が含まれているが、これらを会社の事業活動に対する制約と捉えることは適切ではない。むしろ、仮に、会社においてガバナンスに関する機能が十分に働かないような状況が生じれば、経営の意思決定過程の合理性が確保されなくなり、経営陣が、結果責任を問われることを懸念して、自ずとリスク回避的な方向に偏るおそれもある。こうした状況の発生こそが会社としての果断な意思決定や事業活動に対する阻害要因となるものであり、本コード（原案）では、会社に対してガバナンスに関する適切な規律を求めることにより、経営陣をこうした制約から解放し、健全な企業家精神を発揮しつつ経営手腕を振るえるような環境を整えることを狙いとしている。

ガバナンス改革の実質の充実が道半ばである背景

- 企業からのヒアリングでは、ガバナンス改革の実質の充実が道半ばである背景について、以下のような意見もあった。実務において、手段が目的化していないか。

(1) 取り組むべき理由や意義について関係者が理解・納得できていない

- ◆ **なぜガバナンス強化を行う必要があるのか、本質を理解できていない**
⇒ コーポレートガバナンス・コードという規制への対応であれば、形式面のみで十分。監督側の議論が多く、執行側が変わらなければならないという認識が薄い
- ◆ **ガバナンス強化が企業価値向上に結びつく実感がない**
⇒ 改革の成果について検証されているのかどうか不明であり、対応のため本業に割ける時間を削られる等のネガティブな印象がある。また、社外取締役が役割を誤って理解しており、執行側が振り回されることもある

(2) どのように対処すべきか方法論が分からない

- ◆ **改訂の都度、対応すべき事項が多く、どのように進めればよいか分からない**
⇒ 経営に近い難しい課題や難易度の高い項目が増え、本質的な取組のために何をすればよいのかが分からない
- ◆ **推進する体制を築きにくい**
⇒ 広い視野を持って一連で対応する必要があるが、事務局が複数部署に分かれる場合等が多く、推進するのが難しい。経営を巻き込んだ議論が必要であり、ボトムアップでは進めにくい

(3) 実質を充実させるには時間がかかる

- ◆ **外形的な仕組みをまずは作り、運用する中で企業行動を変えていくという考えがある**
⇒ コンプライすることで満足せず、課題を見つけ、改善していくことが必要

コーポレートガバナンスシステムを改めて議論する狙い

- 社外取締役や指名・報酬委員会の導入が進むなど、コーポレートガバナンスの仕組みは整えられてきているが、実質の充実は道半ば。マクロで見ると、中長期的な成長に資する投資は不十分。
- 他方、デジタル化に伴い、特にグローバルな競争のある分野では、事業を迅速に規模拡大できる経営力が重要に。従来以上に、迅速果断な経営判断の必要性が増し、それができない企業がグローバル競争から取り残される状況に。
- こうした中で企業が成長するためには、経営者のアントレプレナーシップやアニマルスピリット（企業家精神）が健全な形で発揮されるための仕組みを作り上げていくことが、より重要に。
- これまでのガバナンス改革は、取締役会を核とする監督機能の強化が重視されてきたが、それに加え、踏み込んだ経営戦略を立案し、速やかに実行するための執行側の機能の強化も重要ではないか。
- また、最大公約数的な監督機能の強化がある程度達成された場合には、企業特性によって適したガバナンスの姿・水準を考えることが必要になるのではないか。

- ① 企業価値を高める経営戦略を生み出し実行する仕組みをどう築くか、
 - ② 特にグローバル競争の中で成長を目指す企業のガバナンスをどう考えるか、
- といった観点から、コーポレートガバナンスシステムに関する課題を検討する。

CGS研究会における主な論点（案）（1/2）

【執行側の機能強化】

(1)CEO集権型とこれを支える独立性の高い監督の仕組み

- CEOへの集権により意思決定におけるスピードとリスクテイクを実現しやすくするというアプローチを打ち出せないか。
 - ✓ CEOへの集権を目指す際の実行内容の検討（CEOの人材像、リーダー主導の意思決定、CEOチームの組成等）
 - ✓ CEOの暴走を防ぐための監督強化にかかる方策
- 執行側の機能強化とこれを支える独立性の高い監督の仕組みという観点から、取締役会や指名・報酬委員会の役割・機能や、適した機関設計について整理できないか。

(2)経営戦略策定の考え方

- サステナビリティや経営戦略を議論する委員会につき、役割・機能を大別した上で、①取締役会との関係および役割、②メンバー構成の在り方、③外部有識者・ステークホルダーの知見要否といった点を中心に整理できないか。
- 中期経営計画に代表される経営戦略の策定プロセスの好事例を提示できないか。
- 経営戦略や経営計画の策定にあたり、資本効率性を意識すべき点を、改めて強調してはどうか。

(3)中長期インセンティブ報酬の活用

- インセンティブ報酬を含む報酬構成の比率につき、一例として目指すべき割合を記載できないか。
- 株式報酬の導入が必ずしも進んでいない社外取締役や幹部候補・管理職について、株式報酬導入の意義や適切な設計について整理した上で、望ましい取組であることを示せないか。

CGS研究会における主な論点（案）（2/2）

【監督側の機能強化】

(1)取締役会の役割・機能

- 執行側の機能強化とこれを支える独立性の高い監督の仕組みという観点から、取締役会や指名・報酬委員会の役割・機能や、適した機関設計について整理できないか（再掲）。
- 併せて、「監督」の意義、社外者のいる取締役会で議題とすべき内容と目的意識、Board3.0の捉え方等についても、企業の多様性を踏まえた上で整理できないか。

(2)ボードサクセッション、スキルマトリックス、取締役会の実効性評価などの方策の具体化

- 各方策への取組の好事例や進める際の一般的なプロセスや留意点などについて整理し、紹介できないか。
- CEOの解任・不再任基準の明確化/定量化について、何らかの考え方を示せないか。

(3)投資家からの取締役の受入れ

- 投資家から取締役を選任することの得失を示した上で、投資家から取締役を選任することとした際の利益相反、情報管理、他の投資家との間での公平性などの点につき、留意点を整理できないか。

(4)社外取締役の質と量の向上

- 欧米の取り組み等を踏まえつつ、日本において実施できる取り組み等を整理できないか。

【その他】

(1)取引先との公正・適正な取引

- サステナビリティの一要素である「取引先との公正・適正な取引」について、パートナーシップ構築宣言の有無や取組状況についての監督など、取締役会における望ましい取組について整理できないか。

(2)複数議決権株式の活用

- 複数議決権株式の活用について、海外の様々な事例や日本でのニーズ等を確認し、将来的な活用に向けた論点整理ができないか。

トップダウンの経営改革に関するCGSガイドラインの記載

- 執行側の機能強化の中核となるのは、トップの経営力。
- CGSガイドラインでは、特にグローバル企業については、トップダウンで行う経営改革を遂行する上でのトップの経営力の重要性を強調している。ただし、経営トップのあるべき姿については、具体的には各社の経営環境によって異なると整理している。

【CGSガイドライン本体（抜粋）】

4.1.1. 社長・CEO の指名と後継者計画

- 日本経済全体として右肩上がりの成長が期待できたかつてと異なり、グローバル化やデジタル化等に伴い「革命的」とも言われる経営環境の非連続で破壊的な変化が進む今の時代においては、経営課題も複雑化し、既存路線の単なる継続や延長線上の対応では足りず、慣性の力に抗して大胆な経営改革を行うことも求められる。
こうした経営改革は、トップダウンで行うほかに、**「トップの経営力」が成否の鍵を握ることになる。**
- こうした傾向は、特にグローバル展開の進む企業において顕著であり、経営トップの役割は一層重要性を増し、同時に、そのような役割を担うことができる優れた後継者を確保することの重要性も増している。

【CGSガイドライン別紙4：社長・CEO の後継者計画の策定・運用の視点】

3.2. ステップ 2：「あるべき社長・CEO 像」と評価基準の策定

- このように、「あるべき社長・CEO像」や評価基準は、各社が置かれた経営環境に応じて検討されるべきものであり、普遍的なものは存在しないし、同じ企業であっても状況によって変わり得るものである^{注81}。

注81 決断力と実行力、変革力、構想力、高潔性（インテグリティ）、胆力といった資質項目については、ある程度共通性・普遍性を持ち得るものであるが、どの要素を重視するか、どのような分野の経験・知見を重視するかといった、より具体的なレベルでは、各企業が置かれた経営環境により異なると考えられる。例えば、経営環境が安定している状況においては調整型のトップ、経営環境が激変し、ビジネスモデルの転換を迫られているような状況では、強いリーダーシップを持つ改革志向型のトップが適するなどである。なお、例えば、改革志向型のトップが求められる経営環境であるにもかかわらず、企業が説明責任を形式的に果たそうとして却って改革を行えない「無難」な人材をトップに選んでしまうことになることは避けるべきであり、説明責任は自社の持続的成長に適よう、実質的に果たすべきである。

執行側の機能強化を図る際に考えられる方向性

- 執行側の機能強化を図る方法は様々なものがあり得るが、企業価値の向上に向け、CEOへの集権により意思決定におけるスピードとリスクテイクを実現しやすくするというアプローチを取る決断をした場合には、以下のような方法を組み合わせることが考えられるのではないかと。

【想定される執行側の機能強化のアプローチ】

- CEOがトップダウンの経営力を働かせやすいよう、以下の方法を組み合わせる。
 - リスクテイクができ、しがらみに捕らわれない判断ができるCEOの選任
 - 合議や相互牽制に基づく意思決定から**リーダー主導の意思決定**へ
 - 多様な情報が集約されることで優れた意思決定を可能とする**闊達な組織文化**（独裁ではない）
 - 日々の業務執行の事業部門等への**権限移譲**により、CEOは**経営者にしかできないこと※に集中**（※企業の存在意義・事業の将来ビジョンについての仮説の提示、これを実現するための仕組みの構築等）
 - **トップダウンが働きやすい経営戦略の策定・遂行の仕組みづくり**（例：経営戦略策定プロセス、執行側の委員会・タスクフォースの活用）
 - 経営陣・中核人材への**インセンティブ強化**
 - CEOによる**人事権の掌握**と、**CEOチームの組成**
 - **CEO退任者からの影響力の排除**
- この場合、CEOが取締役会から信頼されていることと、暴走を防ぐための独立性の高い監督の仕組みが必要。

【留意点】

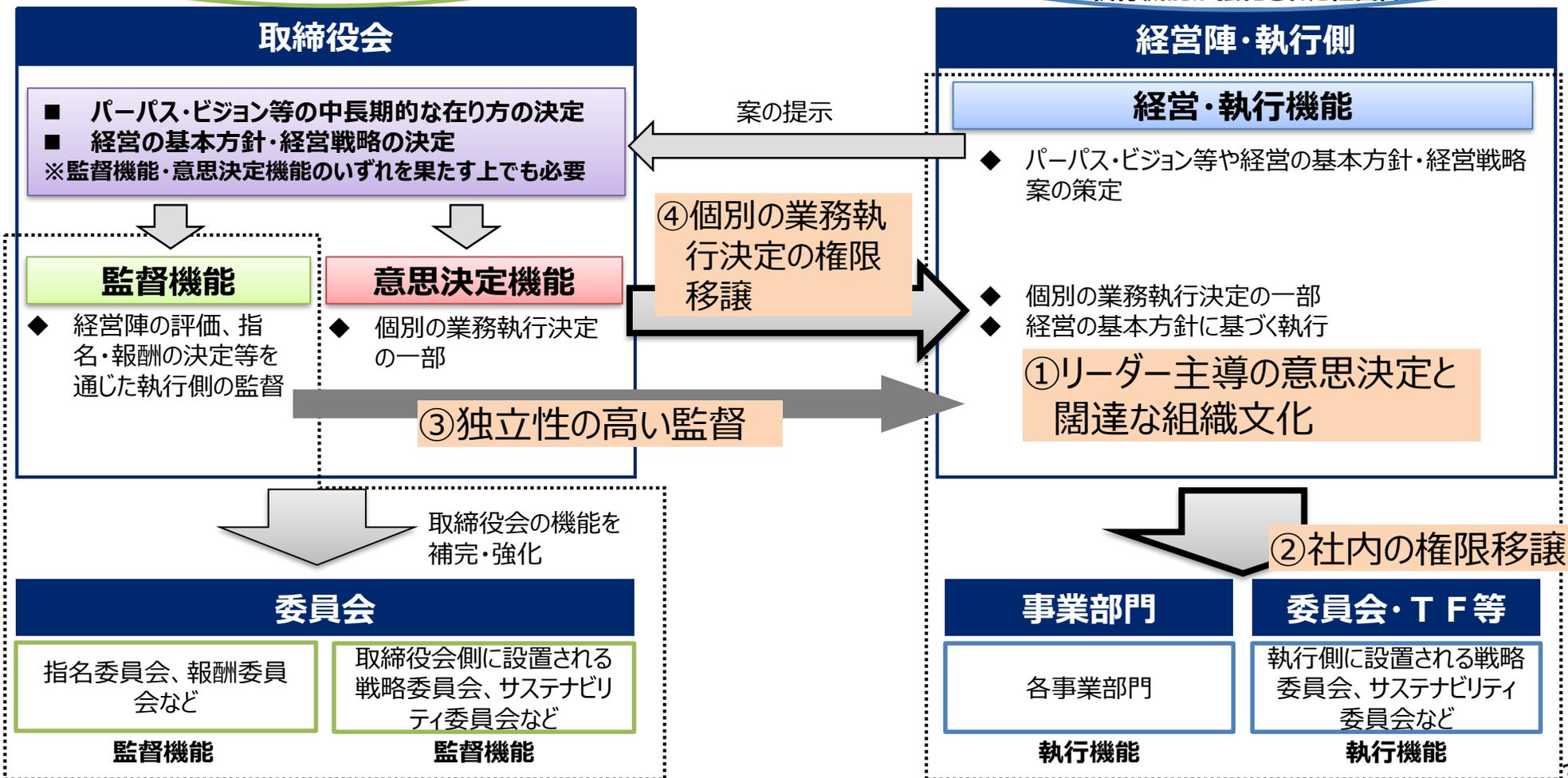
- リスクテイクができ、しがらみに捕らわれない判断ができるCEOが選任される指名の仕組みがあることが前提。
- 監督機能を果たすことのできる独立性の高い社外取締役が不可欠。
- リスクテイクを避けて安定的に事業を行うことが優先される場合など、事業特性によって適さない場合もあるか。

執行側の機能強化とこれを支える独立性の高い監督の仕組み

- 執行側の機能強化とこれを支える監督機能の強化を、車の両輪として推進する仕組みを作ることで、大胆なリスクテイクを後押ししていくことが必要。

独立社外者の増員、委員会の活用等により、**監督機能が強化された取締役会**

事業部門・委員会への権限移譲、適切なCEOの選任・CEOチーム組成、インセンティブ強化等により、**執行機能が強化された経営陣**



サステナビリティ委員会等の各種の委員会の活用

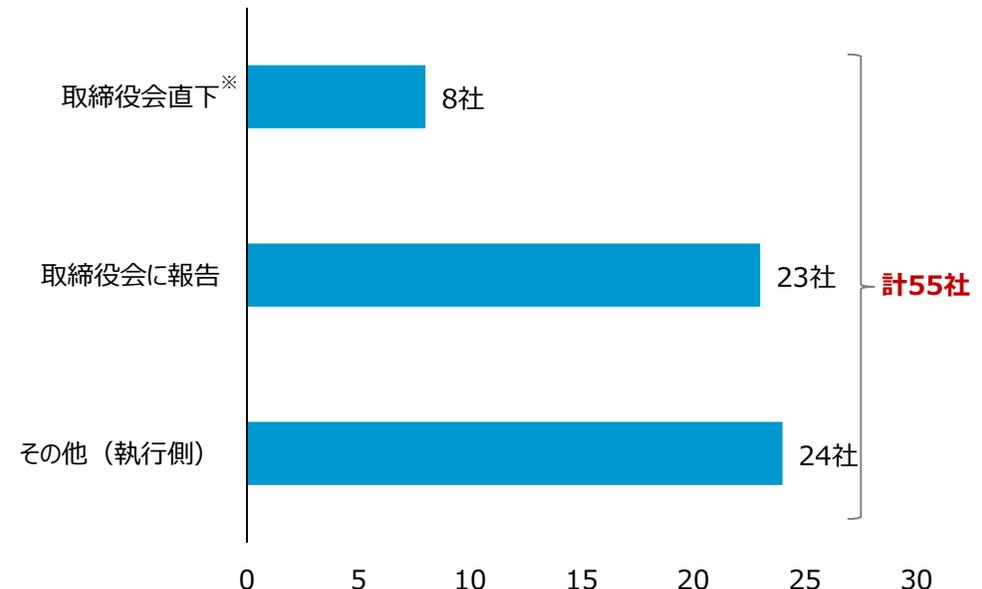
- 英米の大企業では、サステナビリティや財務・投資に関する委員会など、指名・報酬以外の各種委員会が活用されている。
- 日本でもこうしたテーマ別の委員会の設置の動きが広まりつつあるが、指名・報酬委員会とは異なる性質のものとも考えられる。**日本企業のガバナンスの仕組みの中で、こうした委員会をどう位置付け活用していくべきか。**

米英での指名・報酬以外の委員会の設置状況

	米国 (S&P100 : 98社)	英国 (FTSE100 : 77社)
Executive (戦略関連)	31社	8社
Finance (財務・調達／投資・M&A関連)	40社	7社
Sustainability (サステナ、ESG、CSR関連)	33社	33社
Risk (リスクマネジメント関連)	18社	17社
Technology (技術、イノベーション関連)	26社	7社

(注) FTSE100は77社、S&P100は98社を母数として数値を算出
(出所) 日本総合研究所

JPX400対象企業におけるサステナビリティ委員会の設置状況



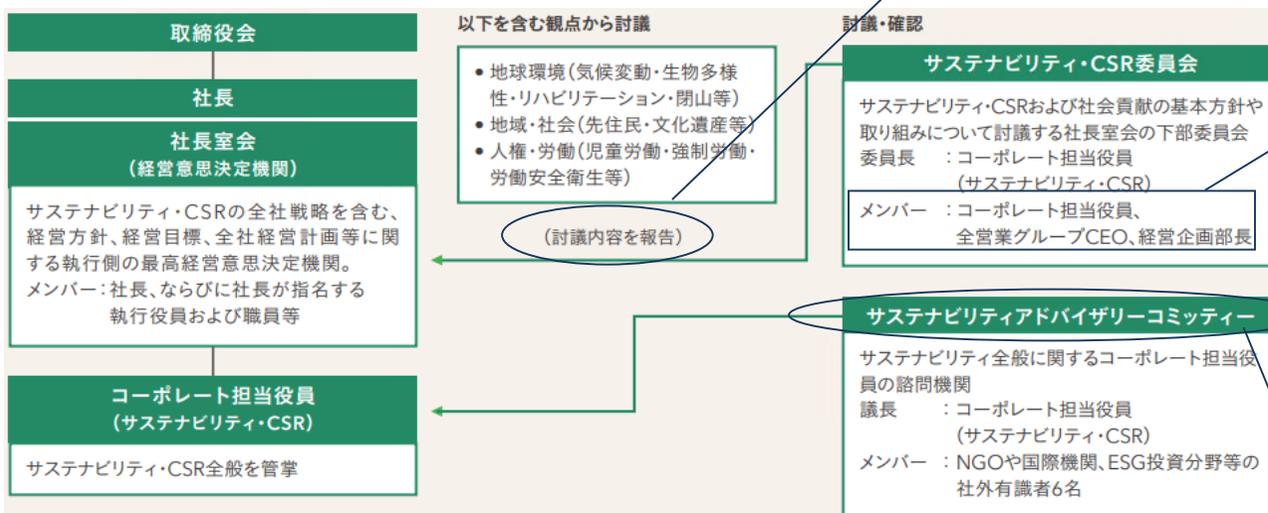
※ 委員会が取締役会の諮問機関として位置づけられていることを表す
(出所) 日本経済新聞社

委員会等の活用にかかる論点

- サステナビリティ委員会に関しては、主に役割・構成・外部有識者の必要性等について、各社での方針が異なる。サステナビリティのような経営戦略に近いテーマを議論する場合、どのような体制が望ましいか。

企業のサステナビリティ推進体制の例（三菱商事）

- 取締役・コーポレート担当役員が管掌し、サステナビリティ・CSR部が方針・施策を企画・立案の上、年2回をめぐりにサステナビリティ・CSR委員会で討議後、社長室会（執行側の最高意思決定機関）、取締役会において付議・報告される体制



① 取締役会との関係および役割

＜執行寄りの位置づけの場合＞

- ・主に執行の要素が強い議論を業務執行役員中心に行う（+取締役会にも報告を行う）

＜監督寄りの位置づけの場合＞

- ・取締役会の諮問機関として委員会を設置し、定められた方針に従い、主として監督を行う

② メンバー構成の在り方

- ・社外取締役は必要か
- ・委員長は社内か社外か

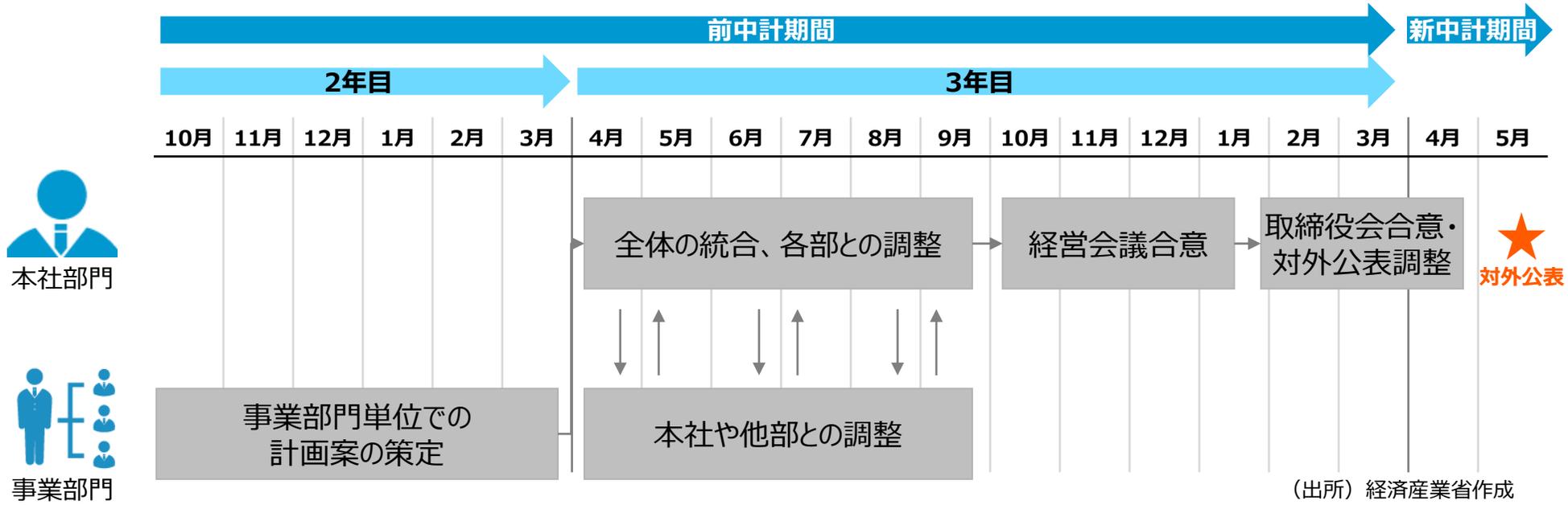
③ 外部有識者・ステークホルダーの知見

- ・外部有識者等の助言を得られる委員会や集まりを設ける必要があるか
- ・設置する場合、位置づけをどうするか

経営戦略の策定に関する変化

● 日本の大企業における中期経営計画は、事業部が各事業部門単位の計画案を策定した上で、本社部門が取りまとめや調整を行い、策定される例が多いが、近年は頻度、策定プロセス、位置づけを変化させている企業もみられる。

典型的な日本の大企業の中期経営計画の策定プロセスの例



近年の変化として指摘されている点

- 頻度:** 毎年の見直しを前提とした「ローリング中計」の導入
- 策定プロセス:** 策定プロセスを簡素化し、トップダウンを強化
- 内容・位置づけ:** 長期ビジョンを別途策定し、中計では数値目標よりもビジョン達成のための施策を重視

取締役会の役割・機能と執行側を強化する際の留意点

- 取締役会において重視される役割・機能に応じて、監督機能の強化を実現する方法は様々あるが、典型的な方向性は、下表の(A)・(B)と考えられる。
- いずれの方向性においても、執行機能の強化を図ることは可能だが、**(B)の取締役会の意思決定機能も重視する会社では**、①社内の業務執行者を中心とした取締役会における合議型の意思決定に依拠する、②意思決定のスピードが取締役会の開催頻度に制約されること等から、**CEOへの集権により意思決定におけるスピードとリスクテイクを実現しやすくするというアプローチを取りにくい面がある点には、留意が必要**ではないか。
- 関連して、監査役設置会社は、他の機関設計よりも法律上の委任範囲の制約が厳しく（会社法362条4項）、**他の機関設計に比べ、CEOへの集権による迅速果断な意思決定が進めにくい**のではないか。
 ※ 監査役設置会社でも解釈により委任範囲を広げることが一定程度できるが、保守的に考えると取締役会で決定すべきだという主張がなされ得るため、制度に裏打ちされた他の機関設計と比較すると、ブレや揺り戻しが生じやすい。

	(A)取締役会を監督に特化させることを志向する会社	(B)取締役会の意思決定機能を重視しつつ取締役会内外の監督機能の強化を志向する会社
典型的な機関設計	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
権限移譲	個別の業務執行決定は執行側に大幅に権限移譲	個別の業務執行決定のうち重要性の低いものは執行側に権限移譲
構成	社外者が中心	社内の業務執行者が中心（他方で、監督機能の確保のために一定数の社外取締役を選任）
指名委員会・報酬委員会	審議の効率化のために、指名委員会、報酬委員会に対してタスクアウト（委員会の決定内容は必ずしも取締役会を拘束する必要はない）	監督機能の確保のために、社外者中心の指名委員会、報酬委員会を設置し、タスクアウト（委員会の決定内容は取締役会において尊重される必要がある）
開催頻度	個別の業務執行の決定は最小限であるため、頻度は相対的に少ない（但し、経営戦略の議論などに充てるため、頻繁に開催することも考えられる）	個別の業務執行の決定を相当数行うため、迅速性を損なわないために、頻度は相対的に多いことが想定される

「監督」の意義の再確認

- 取締役会に期待される監督とは、経営陣が策定し、取締役会が決定した経営の基本方針に照らして、執行を評価し、指名・報酬の決定を通じた経営の是非の判断を行うことが中核。
- 単に執行にブレーキをかけたり、不祥事を自ら発見することではないこと、また適切なリスクテイクに対する後押しや、リスクテイクをしないことのリスク（不作為のリスク）を提起することも含まれることを改めて明確に意識すべき。

（参考1）「社外取締役・取締役会に期待される役割について」の提言（日本取締役協会）

【提言2】

「監督」の中核は、経営者が策定した経営戦略・計画に照らして、その成果が妥当であったかを検証し、最終的には現在の経営者に経営を委ねることの是非について判断することである。

【提言7】

社外取締役・取締役会による経営者の「監督とは、自ら動いて隠された不祥事を発見することではない。社外取締役は、不祥事の発生を防止するリスク管理体制の構築を「監督」し、「監督」の過程で不正行為の端緒を把握した場合は適切な調査を行うべきであるが、隠された個別の不祥事の発見自体は社外取締役による経営者の「監督」の直接的な目的ではない。

（参考2）「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）

- 「経営の監督」の中核は経営陣（特に社長・CEO）に対する監督であり、平時から、資本コストを踏まえた会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上という観点から、経営陣の評価が適切に反映されるような報酬の設計を行うとともに、少なくとも年に1回、こうした評価に基づいて現在の経営者に引き続き経営を委ねるべきか否かの判断を行い、必要な場合には、適時適切に社長・CEOの交代を促していくことが基本的な任務である。（p.14）
- 社外取締役が行うべき経営の「監督」については、経営陣による業務執行が暴走しないようにブレーキをかけるという「守り」の意味で捉えられがちだが、会社の持続的な成長を実現するための「攻め」（適切なリスクテイクに対する後押し）の意味での監督も含まれることに留意が必要である。（p.15）

社外者のいる取締役会で議論する際の目的意識

- 取締役会における独立性・多様性の確保が役立つ局面は、以下のとおり整理できる。
- 社外者のいる取締役会で議論するに際して、特に企業の中長期的な在り方や持続可能性・企業価値に関わる事項の基本方針を決定する局面では、多様な視点や価値観を反映するとともに、それを通じて成長につながるロジックを投資家等のステークホルダーに説得的に説明できる議論を行うという目的意識を持つことが重要。
- また、社外取締役となる者には、経営に対する責任を持つという明確な当事者意識や、パーパスを共有できることが必要。

社外者を入れる意義

独立性・多様性の確保が役立つ局面

独立性の確保

- 独立した客観的な立場から、経営陣を評価し、**指名・報酬の決定を通じた経営の是非の判断**を行う局面
- 経営陣・支配株主等との**利益相反が生じる場面**において、独立的な立場から社外取締役が関与し、妥当性を評価する局面
- 社内のしがらみにとらわれない立場で、企業価値向上のための**中長期的な経営の基本方針・経営戦略を議論・決定**する局面
- 独立した客観的な立場から、株主等の**ステークホルダーの意見を取締役に反映**させる局面
- 独立した客観的な立場から、**取締役会でなされた意思決定の過程や考え方を株主に説明**する局面

多様性の確保

- 企業の**パーパス・ビジョンや経営の基本方針・経営戦略を議論・決定**する場面で、市場や産業構造が変化する中における会社の将来を見据え、中長期的で幅広い多様な視点や価値観を提供する局面
- 社長・CEOの**後継者の選任**において、多様な視点や価値観から、適切な人選を行う局面
- 多様な視点や価値観から、株主等の**ステークホルダーの意見を取締役に反映**させる局面

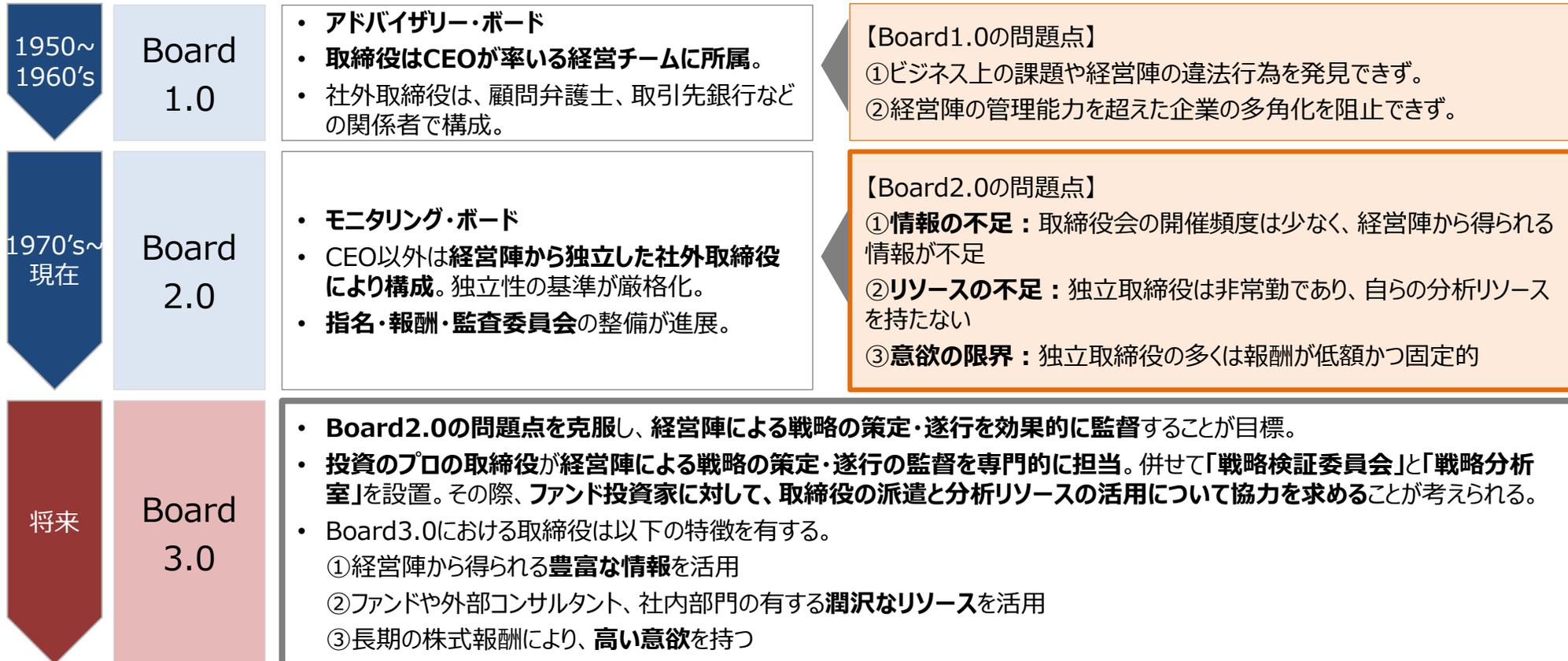
Board3.0の捉え方と本研究会における議論の方向性

- Board3.0を議論する場合、単に経営経験者を取締役として選任することや伝統的な業務執行機関としての取締役会への回帰などを指すものとして捉えることは、適切ではない。
- 米国のBoard3.0の議論は、モニタリングボードの課題克服という文脈でなされている。日本でも取締役会の監督機能を強化していく際に、米国のBoard3.0の議論の各要素に着目することには一定の意義があり、本研究会では、これら各要素ごとに以下の方向性で議論してはどうか。

Board3.0の議論の主な要素	本研究会における議論の方向性
“取締役会において十分に経営戦略の議論を行うべきである”	社外者のいる取締役会で議論する際の目的意識について整理
“戦略検討委員会を活用するべきである”	サステナビリティや経営戦略について、取締役会からタスクアウトして委員会で議論する方法を、中長期方針を重点的に検討する方策の一つとして捉えた上で、その役割・機能を整理
“投資家からの取締役の選任を進めるべきである”	<ul style="list-style-type: none"> ・ 想定されるケースは、①当該企業に投資しているファンドに属する者が取締役となる、②当該企業に投資しているファンドからの推薦でファンド外の者が取締役となる、③投資家出身だが当該企業への投資とは無関係の者が取締役となる、など様々なケースが存在 ・ 各ケースに応じ、取締役として選任することの一般的な得失、投資家からの取締役の選任の際の利益相反、情報管理、他の投資家との間での公平性などの点に関する留意点を整理
“社外取締役に十分な情報・リソース・インセンティブを与えるべきである”	<ul style="list-style-type: none"> ・ 社外取締役に対する中長期インセンティブ報酬の活用 ・ 「カンパニー・セクレタリー」など取締役会を支える方策の具体化 ・ 社外取締役の質と量の向上

(参考) 米国におけるBoard3.0を巡る議論

- 米国では、モニタリングボードの課題（取締役会が得られる情報の不足等）が指摘され、これを克服するため、投資のプロを取締役に選任すること等により、**経営陣による戦略の策定・遂行を効果的に監督する仕組み（Board3.0）**が提案されている。他方、導入が容易ではないことや、効果に疑問があることを指摘する意見も存在。
- **取締役会がモニタリングに特化してこなかった日本において、こうした議論をどう考えるか。**



(注) 『Board 3.0: What the Private-Equity Governance Model Can Offer to Public Companies』(Ronald J. Gilson, Jeffrey N. Gordon) を基に経産省にて作成
(備考) Board3.0に反論する議論として、「Outsourcing the Board: A Rebuttal」(M.Todd Henderson, Sep. 2019, pp.373-377) 等が存在

取引先との公正・適正な取引

- コーポレートガバナンス・コードにおいてサステナビリティを巡る課題の一つとして位置づけられた取引先との公正・適正な取引について、取締役会としてどう関わっていくべきか。

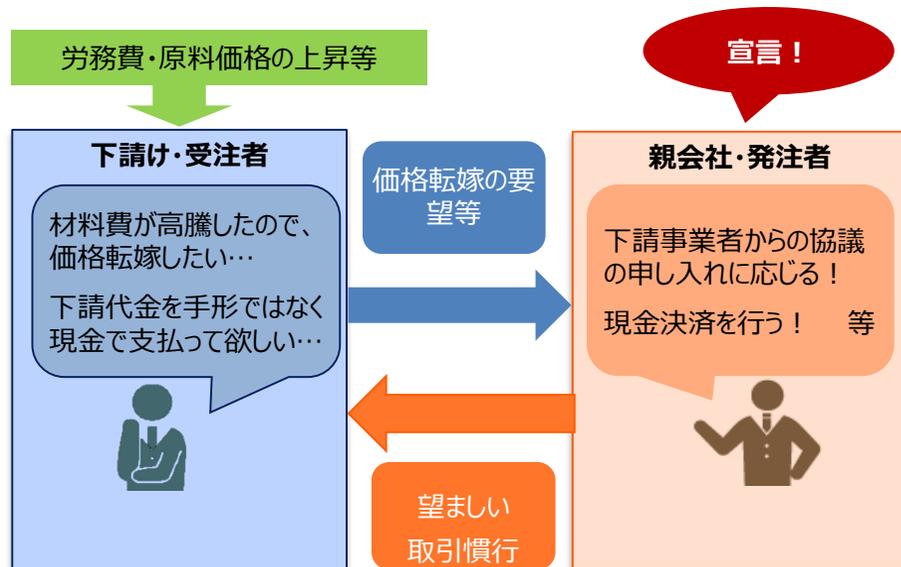
(参考1) コーポレートガバナンス・コードの記載

【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。**

(参考2) 「パートナーシップ構築宣言」の概要

- ✓ 「未来を拓くパートナーシップ構築推進会議」（2020年5月）において、「パートナーシップ構築宣言」の仕組みを導入し、大企業と中小企業の共存共栄の関係を構築することで合意。
- ✓ 事業者が、取引先との共存共栄を目指し、サプライチェーン全体の付加価値増大と新たな連携、および取引適正化の重点5分野に取り組むことを「代表権のある者の名前」で宣言し、公表するもの。



CGS研究会予定スケジュール

回数	アジェンダ
第1回 (11月16日)	<ul style="list-style-type: none">コーポレートガバナンス改革の成果と課題CGS研究会（第1期・第2期）の振り返り本研究会で議論を深める論点
第2回 (12月27日)	<ul style="list-style-type: none">全体的な議論<ul style="list-style-type: none">✓ CEO集権型とこれを支える独立性の高い監督の仕組み✓ 取締役会の役割・機能にかかる再整理
第3回 (2月21日予定)	<ul style="list-style-type: none">執行側の機能強化に関する各論<ul style="list-style-type: none">✓ 経営戦略策定の考え方✓ 中長期インセンティブ報酬の活用その他<ul style="list-style-type: none">✓ 取引先との公正・適正な取引✓ 複数議決権株式の活用
第4回 (4月6日予定)	<ul style="list-style-type: none">監督側の機能強化に関する各論<ul style="list-style-type: none">✓ ボードサクセッション、スキルマトリックス、取締役会の実効性評価などの方策の具体化✓ 投資家からの取締役の選任✓ 社外取締役の質と量の向上
第5回 (5月頃を想定)	取りまとめ案にかかる審議
第6回 (6月頃を想定)	取りまとめ（報告書案、CGSガイドラインの改訂案）