

研究報告書

テーマ：「コーポレートガバナンスのありかたを考える」

一般社団法人 ディレクトフォース

企業ガバナンス部会 小研究会 第1グループ

2015年6月5日

研究会メンバー（会員番号）

リーダー：橋本 健 （1038）

メンバー：徳永健人 （403）

野末正博 （706）

習田和彦 （976）

猪野久仁朗 （993）

細谷洋夫 （1045）

藤澤廣一 （1051）

メンター：黒崎明雄 （182）

山本 正 （341）

笥 正澄 （815）

1. 課題認識

(1) 経緯

- ①平成25年6月に閣議設定された「日本再興戦略」に基づいて、機関投資家が対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則「日本版スチュワードシップ・コード」が有識者検討会により検討され、平成26年2月に「責任ある機関投資家の諸原則」として策定・公表された。

「日本再興戦略」において国内の証券取引所に対し上場基準にコーポレートガバナンスの強化につながる取り組みを働きかけるとの施策も盛り込まれ、平成26年6月に閣議決定された「日本再興戦略改訂2014」において、金融庁と東京証券取引所を事務局とする有識者会議が設置され「コーポレートガバナンス・コードの基本的考え方」が取りまとめられた。

- ②この基本的考え方をもとに、27年8月、「コーポレートガバナンス・コード」を策定すべく、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする有識者会議があらたに設置された。

有識者会議は8月より計9回にわたり議論が重ねられ、「コーポレートガバナンス・コード（原案）」として取りまとめられた。

原案のとりまとめにあたっては和英両文によるパブリックコメントを実施し、有識者会議にて、寄せられた意見について議論され「本コード（原案）」として取りまとめられた。

パブリックコメントは和文で80の団体・個人から、また英文では41の団体・個人から意見が寄せられた。

- ③平成27年6月1日付で当原案のまま「コーポレートガバナンス・コード」～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～として東京証券取引所より発効された。

(2) 研究会での課題認識と活動

- ①研究会は平成26年11月にスタートしたが、「コーポレートガバナンス・コード（原案）」についての有識者会議が継続していた時期であったことより、当初は当コードを検証し、本来の目的である「企業の持続的な成長と中期的な企業価値向上のための自律的対応を図る」ことに結び付く内容として過不足無く策定されるかという課題認識で内容について検証を重ねた。

- ②6回にわたる研究会での議論を重ね、追案、強化ポイント等を内容とするパブリックコメントを提出した。（後述）

「本コード（原案）」策定後は、内容の正しい理解のもと、日本企業の強みを損なうことなく、本コードを適用していく上でのキーワードの抽出と留意すべき点について、社外取締役・監査役視点の実場面で活用可能な「行動指針」を策定すべく研究を継続し、本研究の成果として取りまとめを行い報告するものである。

2. コーポレートガバナンス・コード（以下「CGC」という）

（1）CGC の目的

①攻めのガバナンス

我が国の CGC は、前述のとおり「『日本再興戦略改定』2014」の提言に基づき「OECD コーポレート・ガバナンス原則」の趣旨を踏まえ制定されたものである¹。

同提言においては「日本の『稼ぐ力』を取り戻す」ための方策の一つとして CGC の制定を提言していることから、CGC において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。

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に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定に透明性・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（growth-oriented governance）」の実現を目指すものである²。

②中長期的投資

企業の成長を促す CGC というと、市場の短期主義的な投資行動の強まりが懸念されるところであるが、CGC においては中長期的投資を促す効果をもたらすことを期待している。

すなわち、会社が、CGC の各原則の趣旨・精神を踏まえ、みずからのガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応する取り組みを行うに当たり、後述のとおり機関投資家が対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど受託者責任を果たすための原則であるスチュワードシップ・コード（以下「SSC」という。）に基づく、株主（機関投資家）と会社との間の建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）によって、さらなる充実を図ることが可能となるものであり、CGC と SSC はいわば「車の両輪」として実効的なコーポレートガバナンスが実現することが期待されている³。

原則 2－1 においても、「上場会社は、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を行いつつ中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきである」とされている。

（2）CGC の特徴

①原則主義（principles-based approach）

CGC において示される規範は、基本原則、原則、補充原則から構成されているが、それらの履行の態様は、例えば、会社の業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等によって様々に異なり得るため、CGC に定める各原則の適用の仕方は、それぞれの会

1 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（経緯及び背景）4 項

2 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（経緯及び背景）7 項

3 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（経緯及び背景）8 項

社が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものであるとされている⁴。

すなわち、CGC は、会社が取べき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、会社が各々の置かれた状況に応じて、実効的なコーポレートガバナンスを実現することができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している⁵。

②コンプライ・オア・エクスプレイン（comply-or-explain）

また CGC は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、いわゆるソフトローとして位置づけられ、その実施に当たってはいわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する）の手法を採用している⁶。

したがって、CGC の対象とする会社が、すべての原則を一律に実施しなければならないわけではない。会社側のみならず、株主等のステークホルダーの側においても、このコンプライ・オア・エクスプレインの手法の趣旨を理解し、各原則の文言・記載を表面的にとらえ、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではない。

一方、会社としては、「実施しない理由」の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分得られるよう工夫すべきであり、「ひな型」的な表現により表層的な説明に終始することは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に反することとなることに留意する必要がある⁷。

（３）CGC の適用

東京証券取引所（以下「東証」という。）においては、有価証券上場規程等の改正規定が本年 6 月 1 日付で施行されることとなり、CGC についてコンプライ・オア・エクスプレインを求めることとされ、CGC を実施しない場合にはその理由を東証が定める「コーポレート・ガバナンス報告書」に記載することが求められることとなった。

なお、ジャスダック市場及びマザーズ市場上場会社にあつては、エクスプレインの対象が CGC のうち「基本原則」に限定される。また、CGC の対応が反映された「コーポレートガバナンス報告書」の東証への提出期限は、本年 6 月 1 日以後最初に開催する定時株主総会の日から 6 か月を経過する日までとされている。

（４）CGC の概要

①コーポレートガバナンスの定義

CGC においては、コーポレートガバナンスとは「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・

⁴ 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（経緯及び背景） 9 項

⁵ 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（経緯及び背景） 9 項

⁶ 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（経緯及び背景） 10 項

⁷ 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（経緯及び背景） 11、12 項

地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組み」としている。

ここで注目すべきは、コーポレートガバナンスを論ずる際に、株主主権か従業員主権かという議論がなされることが多いが、CGCにおいてはどちらにも偏らず企業を取り巻くステークホルダー全般に眼を向けたコーポレートガバナンスを考えていることである。

②概要

CGCは、「株主の権利・平等性の確保」、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、「適切な情報開示と透明性の確保」、「取締役等の責務」及び「株主との対話」の5つの基本原則から成り、各原則には補充原則及び必要に応じ背景説明がなされている。概要を示すと以下のとおり⁸である。

【原則1 株主の権利・平等性】

上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべき。

- 株主の権利の実質的な確保
⇒株主が総会議案の十分な検討時間を確保するための対応
(招集通知の早期発送等)
- 株式の政策保有
⇒保有に関する方針の開示
経済合理性の検証に基づく保有のねらい・合理性の説明
議決権の行使についての基準の策定・開示

【原則2 株主以外のステークホルダー】

上場会社は、企業の持続的成長は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステークホルダーの貢献の結果であることを認識し、適切な協働に努めるべき。

- 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題に適切に対応
- 社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保の推進

【原則3 情報開示】

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うとともに、利用者にとって有用性の高い情報を的確に提供すべき。

- 経営理念や経営戦略、経営計画等に関する主体的な情報発信

【原則4 取締役会等】

取締役会は、会社の持続的成長を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、以下

⁸ 「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」 参考資料を一部加筆

の役割・責務を果たすべき。

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営陣の適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
- (3) 独立した客観的な立場から、実効性の高い監督を行うこと

◎経営判断の結果、会社等に予期せぬ損害が生じれば、株主代表訴訟等が懸念。その際、裁判所は「意思決定過程の合理性」の有無を重視。

⇒CGCの内容は、「意思決定過程の合理性」の担保に資するものであり、会社の健全なリスクテイクを側面から支援。

➤ 持続的成長に資するような独立社外取締役の活用

⇒建設的な議論に貢献できる人物を2名以上設置すべき

※自主的な判断により、3分の1以上の独立社外取締役が必要と考える会社は、そのための取組み方針を開示。

【原則5 株主との対話】

上場会社は、持続的な成長に資するとの観点から、株主と建設的な対話を行うべき。

- 機関投資家には、SSCにより投資先企業等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を行うことが求められる一方、企業には株主と平素から対話を行い、経営戦略や経営計画などに対する理解を得るなど建設的な対話を促進するための体制整備・取組みが求められる。
- これまで、貸付債権や貸金債権等の債権者とは日常的に接してきたが、資本提供者である株主と接する機会は限られていた。収益計画や資本政策の基本方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、これらを株主に分かりやすく説明することが重要。

(5) ガバナンスに関する動向

コーポレートガバナンスに関しては、本年5月1日に会社法の改正が行われ、

- ① 社外取締役を置いていない上場会社等の、社外取締役を置くことが適当でない理由の説明義務(改正会社法第3277条の2)。
 - ② 監査等委員会設置会社の新設(改正会社法第2条第11号の2)
 - ③ 社外取締役及び社外監査役の社外要件の見直し(改正会社法第2条第15号、第16号)
 - ④ 取締役及び監査役の責任の一部免除に関する規定の見直し(改正会社法第427条第1項)
 - ⑤ 会計監査人の選解任の見直し(改正会社法第344条第1項)
- が行われた。

このうち、社外取締役に関しては東証の調査によれば、すでに75%の東証上場会社が選任しているが、東証においては上場会社に対し、会社法で定められた社外性よりも厳しい1名以上の独立役員の選任を努力義務として課している。

また、新たな会社機関の態様として設けられた監査等委員会設置会社は、これまでの監査役（会）設置会社及び指名等委員会設置会社（従来の委員会等設置会社）に加え新設されたものであり、3名以上の監査委員会委員のうち2名以上を社外監査役とすることが求められているが、日本取引所グループによると本年5月15日までに監査等委員会設置会社に移行することを表明した東証上場会社は145社である。このうち役員体制を発表した109社の社外取締役の平均人数は2.8人となっている。

3. スチュワードシップコード（以下、「SSC」という）

（1）SSC の目的

①スチュワード(steward)とは執事、財産管理人（英国の荘園管理人）の意味を持つ英語である。

SSC は、金融機関による投資先企業の経営監視などコーポレートガバナンス（企業統治）への取り組みが不十分であったことが、リーマン・ショックによる金融危機を深刻化させたとの反省に立ち、英国で2010年に金融機関を中心とした機関投資家のあるべき姿を定めたガイドランス（解釈指針）として制定された。

②日本版 SSC は、この OECD の SSC をベースにして作成されたものであるが、「稼ぐ力を取り戻す」という観点から、機関投資家は、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期の投資リターンの拡大を図ることを目的としている。

機関投資家は単に議決権を行使するものではなく、投資先企業の状況を適切に把握することや、これを踏まえた建設的な目的を持った対話（エンゲージメント）を行うなどを含む幅広い活動が期待される。

（2）SSC の特徴

①機関投資家が自らのスチュワードシップ責任を実質的に適切に果たすことができるように「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。

②本コードの主旨に賛同し、受け入れる用意がある機関投資家はその旨を表明（公表）することが期待される。また受け入れ状況が可視化できるよう「受け入れ表明」と「コードの各原則に基づく公表項目」を自らのウェブサイトで公表しなければならない。

③本コードは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用する。

全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことに注意を要するが、実施しない原則に係る自らの対応について、顧客・受益者の理解が得られるよう工夫すべきである。

（3）SSC の概要

「責任ある機関投資家」の諸原則（要約）を次のとおり定め、方針の策定と実効を求めている。

- | | |
|------|--|
| 第1原則 | スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針策定とその公表 |
| 第2原則 | 本責任を果たすための管理すべき利益相反の明確な方針策定とその公表 |
| 第3原則 | 本責任を果たすための投資先企業の状況の的確な把握 |
| 第4原則 | 投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じての認識共有と問題解決 |
| 第5原則 | 議決権行使と行使結果の公表の明確な方針
(その方針は投資先の持続的成長に資するよう工夫すべきこと) |
| 第6原則 | 本責任の遂行にかかる顧客・受益者に対する定期的報告 |
| 第7原則 | 投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を行うための
実力を備える |

(4) ガバナンスに関する動向

- ①大手機関投資家4社（日本生命、第一生命、明治安田生命、三井住友信託）のSSCに対する方針（第2原則・第4原則・第5原則）は後掲のとおりである。
- ②大塚家具の委任状争奪戦において、議決権行使助言会社米国大手のISS（Institutional Shareholder Services）およびグラスルイスが会社提案による役員選任議案に賛成する意見を表明し、株主の議決権行使に影響を与えたことがメディアで大きく取り上げられたが、最近、海外の機関投資家の保有割合が高い会社を中心に議決権行使助言会社の影響が現れつつある。各々の助言方針は後掲のとおりである。
- ③ここで具体例として、GPIF（年金積立金管理運用行政法人）が公表している、「平成26年4月から6月までの運用受託機関におけるSSC活動及び株主議決権行使状況について」をみる。
＜運用受託機関における目的を持った対話（エンゲージメント）の状況＞
 - ・企業価値を高めるビジネスモデルの内容（経営理念・ビジョン・具体的な事業戦略）
 - 赤字事業・低採算事業の事業戦略に意見を述べ、議論した。その後、当該事業の撤退や完全子会社化を発表した企業があった。
 - 業界の事業環境等について説明を受け、事業戦略等を議論、方向性を確認し、業界内での提携等資本効率の向上に繋がるような事業戦略の可能性も議論した。
 - ・ガバナンスの状況（取締役会等による執行等に対する監督）
 - 社外取締役の役割は、利益相反の防止に対する積極的な関与や事業戦略の大きな方向性に対する外部からの視点の提供であるとの観点から、その考え方の伝達と役割の明確化を要望した。単なる数合わせにならないように対話を通じて実態の確認に努めている。
 - 社外取締役の設置の有無とガバナンスの実効性についてヒアリングを実施し、その後の株主総会で初の社外取締役が選任された。
 - ・長期的な資本生産性の考慮
 - 長期的な資本生産性の向上の観点から、ROEの向上策や水準について議論した。その後、目標とするROEの水準の公表やJPX日経400への採用を意識する企業があった。
 - 高い自己資本比率を有し、現状M&Aの検討案件もない企業に対し、自己株式の消却による資本生産性の向上を提案、検討対象としたいとの回答を得た。
 - ・リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）
 - 海外生産委託先工場における児童労働・劣悪な労働環境等の防止策についてヒアリングを行い、専門部署の設置・複数言語でのガイドラインの提示、定期的な監査受け入れを求める等の対策に取り組んでいることを確認した。
 - ・反社会的行為の防止
 - カルテルに対する行政処分に関し、責任の所在の明確化と再発防止策の徹底を求め、担当役員の辞任を含む社内処分の実施・再発防止策の徹底を図るとの回答を得た。
 - 取締役会が反社会的組織との取引を把握しながら取引を継続し、行政処分を受けた事案に対し、再発防止策等の対応を確認し、その後、委員会設置会社への移行、取締役のうち半数近くを社外取締役とした等を確認した。

- ・その他（株主還元への姿勢、株主に対する説明責任—IR に対する姿勢—等）
 - 会社説明会の意義について議論し、説明会の実施を提案、その結果、6 年ぶりに開催した説明会には、当初予想を上回る株主が参加し、認知度を高めたとの報告を受けた。
 - 事業価値が満足な水準にある先に対して、株主への説明不足から適切に評価されていない旨伝え、IR の充実が不可欠であり改善の余地も大きいことを伝えた。その後、海外ロードショーを実施、投資家の理解が深まり株価上昇にも寄与したため、事業価値を高めるための建設的な議論へと繋がった。

＜受け入れ公表後の企業側の変化＞

- ・前向きな変化が多く見られた、との報告が多かった
- ・ROE 向上への具体的施策の提案を求められるケースが増えた
- ・マネジメント層が直接対応するケースが増えた
- ・CFO からどのような視点で投資家と対話したら良いかとの意見を求められた。

4. 金融庁提出パブリックコメント

平成26年12月12日開催の有識者会議で議論されたC G C原案が最終案となり、これをパブリックコメントに付することが決定された。

これを受けて、当研究会として意見をまとめ、金融庁に提出した。

パブリックコメントは和文で80の団体・個人から、また英文では41の団体・個人からと多くの意見が寄せられた。

パブリックコメントに対して有識者会議で回答案が検討されたが、大きな変更は無く、その後「コーポレートガバナンス・コード」として、東京証券取引所の名のもとに、平成27年6月1日付で発効した。

以下、パブリックコメント全文は次のとおり。

パブリックコメント全文

平成27年1月23日

コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）に関する意見

一般社団法人ディレクトフォース

企業ガバナンス部会小研究会

第1グループ

リーダー 橋本 健

平成26年12月17日付けで金融庁総務企画局から公表された「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）に関する意見募集」について、当研究会の意見を以下のとおり申し述べます。

記

1. 原則4-4 監査役及び監査役会の役割・責務について

（意見）「社外常勤監査役を少なくとも一名以上選任すべきである。」を加える。

（理由）常勤監査役の情報収集の範囲は、経営の課題全般にわたる。不祥事の予防等のためだけでなく、会社の持続的な成長・中長期的な企業価値向上のために活用される情報も収集すべきである。特に、会社の持っている既存の価値観にとらわれない観点からの現場情報の収集・評価が重要となる。調査権を持ち、社外者でかつ業務の意思決定・執行から独立の常勤監査役が不可欠である。監査役制度の実効性を高め、社外取締役との協働にも資する、少なくとも一名以上の社外の常勤監査役を入れ、ガバナンスの強化を計るべきである。

社外常勤監査役の登用は、当研究会の構成メンバーの実際の経験からも極めて有効であることが実証されている。

2. 原則4-1 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件について

（意見）監査役に望まれる知見として、会計・財務に加え「法務(法律の知識)」を加える。

(理由) 監査役監査は、原則的に適法性監査を行うものとされている。常に企業行動が遵法であるかの検証、またコンプライアンス、リスクマネジメントの強化の視点からも法務（法律の知識）に関する知見を有していることは不可欠である。

3. 原則4-14 取締役・監査役のトレーニングについて

(意見1.) 取締役会のみならず「監査役会」でも対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。

(理由) 取締役会の確認状況を監査するので、監査役に係るトレーニングは監査役会で直接確認すべきである。

(意見2.) 補充原則4-14②に、実効性を確認するために、方針に加え「計画とその実施内容」の開示を入れるべきである。

(理由) 会社のガバナンスは究極的には、取締役、監査役の資質に帰属するところが大きく、トレーニングの成果が極めて重要である。方針だけでなく、具体的施策が確認できるよう、「計画とその実施内容」も開示すべきである。

[付言]

東京証券取引所 における今後のガイドライン等の作成に当たっての要望事項

① 東京証券取引所（以下「東証」という。）において、上場会社に対し、コーポレートガバナンス・コード（以下「コード」という。）に係る「上場会社のコンプライ・オア・エクスプレインの内容と理由」の報告を求め、これを開示することになるが、その際には、上場会社の報告が形式的ではなくコードの趣旨に沿った十分な内容となっているかについて、東証が審査の上開示することをルール化し、コード設定の実効性を確保すべきである。また、投資判断できる内容と理由となっているかを、東証において審査の上開示することをルールに盛り込むべきである。

② 東証は、上場会社が表明したコンプライの内容と実際の適用状況を調査し、齟齬がある場合には改善すべく指導し、場合によってはペナルティを課すこと、並びにエクスプレインの妥当性に関し審査することをルール化すべきである。

(理由) コンプライ・オア・エクスプレインの実効性は、スチュワードシップ・コードによる株主（機関投資家）との対話により担保されるのがあるべき姿であろうが、やはり第三者かつ専門家である東証による審査が必要である。機関投資家が上場会社全てと対話することは難しいため、第三者としての東証がスチュワードシップ・コードを補完することは意義のあるものである。また、ペナルティの無いルールは、実効性がないのが通例である。

以上

5-1. 総括

(1) 4つの分類分け

ロードへの対応(現状調査)



(2) キーワードチェックシート … 添付資料参照

①様式・項目の説明

- ### ②活用方法

(3) 社外取締役・監査役行動指針 …… 詳細（重要項目）については、次頁以降に記述

12

5. 行動指針

5-2. 詳細（重要項目）

（1）情報開示

CGCにおいては、基本原則3-1で次のように述べられている。

【原則3-1. 情報開示の充実】

上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、（本コード（原案）の各原則において開示を求めている事項のほか、）以下の事項について開示し、主体的な情報発信を行うべきである。

（i）会社の目指すところ（経営理念等）や経営戦略、経営計画

（ii）本コード（原案）のそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針

（iii）取締役会が経営陣幹部・取締役の報酬を決定するにあたっての方針と手続き

（iv）取締役会が経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続き

（v）取締役会が上記（iv）を踏まえて経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行う際の、個々の選任・指名についての説明

一方SSCにおいては原則3で

原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

とされ、その指針として

指針

3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである、その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

さらに原則4において

原則4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

とされている。

(1)－1．背景・考え方

CGCにおいては、中長期的な投資を促す効果を期待し、その目的を達成するための一つの手段として、株主（機関投資家）と会社の「目的を持った対話」（エンゲージメント）が可能となることを目指している。

このエンゲージメントとは単なる相互の情報交換ではなく、互いに関わり影響しあう関係性を示している。それは、投資家が企業が開示する情報を利用し、それらの開示情報を基に分析して投資判断するだけでなく、株主が企業への働きかけを増やし、企業がそれに応えることにより、企業価値を向上させ、結果として企業の持続的な成長につなげていくとする双方向の能動的な活動である¹。この双方向の能動的な活動を可能とするためには、企業が開示する情報が極めて重要となる。

(1)－2．目的と具体的内容

前述のとおり、株主と会社の「目的を持った対話」を充実させ実効性あるものとするために原則3において「適切な情報開示と透明性の確保」を求めているものである。

CGCにおいては、会社は法令に基づく開示以外の情報提供も主体的に取り組むべきとし、計数等については様式、作成要領などが詳細に定められ比較可能性に優れているが、定性的な情報についてはひな型的な記述や具体的な記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない²としており、とりわけ非財務情報が正確で利用者にとって分かりやすく、情報としての有用性の高いものとなるようにすべき³としている。

非財務情報を投資の観点から整理・分析するためのツール（枠組み）として注目されるのが、E: Environment（環境）、S: Social（社会）、G: Governanceの頭文字をとった“ESG”である⁴。企業はESG情報を積極的に開示し、一方機関投資家はこのESG情報を活用して投資判断するだけでなく、投資家が企業への働きかけを増やし企業がそれに応えるという「目的を持った対話」により企業価値を向上させ、結果として企業の持続的な成長につなげていくとする双方向の能動的な活動⁵により、長期的な投資パフォーマンスを向上させることとなる。

また、その双方向の能動的な活動を可能とするための媒体が非財務情報を含む開示資料であるが、法定開示資料としては有価証券報告書や事業報告、また任意開示資料としてアニュアルレポートやCSR報告書があるが、これらをさらに充実した「統合報告書」が有用であると考ええる。

この統合報告書とは、「組織の外部組織を背景として、組織の戦略、ガバナンス、実績及び見通しが、どのように短、中、長期の価値創造につながるかについての簡潔なコミュニ

¹ 新日本有限責任監査法人『投資家と企業の対話』（第一法規）p 6

² コーポレーとガバナンス・コード原案 基本原則3 考え方

³ コーポレーとガバナンス・コード原案 基本原則3

⁴ 北川哲夫編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス』（東洋経済新報社）p116

⁵ 新日本有限責任監査法人 市村清監修『投資家と企業の対話』（第一法規）p 6

ケーション」であり、企業の長期的価値に関するコミュニケーションのプロセスそのものである⁶。

統合報告書と従来の報告とを比較すると以下のとおりである。

【統合報告と従来の報告の相違点】

項目	従来の報告	統合報告
考え方	相互の関連が無い報告	情報間に相関や因果関係のある報告
受託責任	財務資産に関する受託責任についての報告	人的、知的、自然、社会を含むあらゆる資産、資本と企業価値を結びつけた報告
焦点	過去財務情報に焦点を当てた報告	過去及び将来における、企業価値創造に焦点を当てた報告
時間軸	短期（過去の実績）	中長期
信頼性	狭い範囲の義務化された課題についての報告	より幅広い範囲の重要情報に関する開示を通じた透明性の改善
適用性	細則主義に基づく報告	原則主義に基づく、個々の状況に応じた報告
簡潔性	長文かつ複雑	簡潔かつ重要な情報に焦点を当てた報告
技術の活用	紙ベース（PDF ベース）	ウェブサイトやXBRL などへのリンク等を活用

新日本有限責任監査法人『投資家と企業の対話』（第一法規）p51 より転載

また、「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」（座長 伊藤邦雄一橋大学大学院教授）の報告書においては、企業と投資家の対話を促進する観点から、より良い企業情報開示には、①企業価値評価のために有用な情報が効果的に開示されること、②対話の質を向上させるために効率的であること、③直接的な対話との相乗効果を高めるものであること、の3点を踏まえたものであるべきであるとし、情報開示のあるべき姿を検討するためには、①情報の質（Quality）、②情報の量や範囲（Coverage）、③情報開示のタイミング（Timing）、④情報の開示方法（Way）という4つの側面からの検討が必要であるとしている。

さらに、投資家を中心とする利用者のニーズや制度開示の目的に照らして、求められる情報の範囲、質（信頼性、わかりやすさ、公正性等）、適切なタイミング（速報性と確報性、年度と四半期等）、方法（電子化、様式等）を検討すべきであり、その際、次の各区分に該当する情報について、より具体的な検討を進める中で、さらに詳細な区分けが必要になる場合も考えられる、としている。

⁶新日本有限責任監査法人 市村清監修『投資家と企業の対話』（第一法規）p172

情報の種類	例
i) 中長期的・継続的な企業情報	経営者のビジョン、経営戦略、中期計画、ビジネスモデル、ガバナンス、事業ポートフォリオや事業概要等
ii) 一定期間における成果や財政状態に関する情報	年度決算、四半期決算や注記等
iii) 株主としての権利行使（特に株主総会における議決権行使）等のための情報	取締役等の選任、配当等の情報（株主総会議案及び関連情報）
iv) 臨時的な情報	組織再編等に関する情報

(1)－ 3. 長所と短所（阻害要因）

①長所

非財務情報の開示が拡充し中長期の経営計画や企業の成長シナリオをストーリーとして記述することにより、株主は会社と充実し建設的な対話が可能となり、企業の中長期的な成長に資することとが期待される。

②短所（阻害要因）

例えば役員選任基準を具体的に記述することは困難と考えられ、これらの情報開示に関しては、ひな型的な通り一遍の記述にとどまるおそれがある。

(1)－ 4. 社外取締役・監査役の行動指針

社外取締役及び監査役は、企業の情報開示が機関投資家との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）のために必須なものであることを肝に銘じ、財務情報を適正に開示されることを確保するとともに、非財務情報が会社と機関投資家との建設的な「目的を持った対話」に役立つよう、企業の中長期成長戦略を含め経営者の成長戦略が明確にストーリーとして記載されているかどうか確認する必要がある。

5. 社外取締役・監査役行動指針

5-2. 詳細（重要項目）

（2）後継者計画

基本原則 4. 取締役会等の責務

【原則 4-1 取締役会の役割・責務（1）】

補充原則 4-1③取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者等の後継者の計画（プランニング）について適切に監督を行うべきである。

（2）- 1. 背景・考え方

1-1) 一般的な状況

1-1-1) 日本の現状として、後継者選びが密室の中で不透明になされており、「真の CEO 要らない。まああいつなら程度」、「(OB の) 寝首を搔っ切る心配のない人間」が選ばれる事もある¹。

1-1-2) 日本再生ビジョンで後継者選びの透明化確保を求められた²。

1-1-3) OECD の CGC で「承継計画監視は取締役会の責任」と謳われている³。

1-1-4) シンガポールの CGC、International Corporate Governance Network (以下 ICGN) のグローバル CGC では、取締役会全体の後継者計画を取締役会の中の指名委員会が策定/見直しすることとしている⁴。

1-1-4) 第 4 回 CGC 有識者会議における富山氏発言「幹部の報酬と人事、それを密室でやるなんて言う事は公器たる上場企業においてはありえない」⁵

1-1-5) 同会議の小口氏「お手盛りの人事——、お手盛りの指名⁶」がされているんじゃないか。

1-2) 今回の CGC 内容

1-2-1) 経営理念と経営戦略を踏まえた後継者計画が必要とされた。

1-2-2) パブコメでは経営法友会から「後継人材プールに関する施策」を作ることと理解するというコメントが出た。

1-3) ファミリー経営の例

1-3-1) オーナーから子供へ継承するケースが多い。

1-3-2) 江戸の昔から戦前の財閥の頃までは、『家』を中心とした牽制力が働き、養子相続が盛んであった。最近はそのような例が少なくなっていると思われ、2 代目・3 代目による不祥事が相次いでいる。

¹ 田村達也「コーポレートガバナンス」（中公新書）P101、P104

² 自由民主党「日本再生ビジョン」P17

³ OECD CGC VI. 取締役会の責任 D-3

⁴ 第 5 回 CGC 有識者会議 資料 2「各国の CGC 等の抜粋」P30、P34

⁵ 第 4 回 CGC 会議 議事録

⁶ 同上

(2)ー2. 目的と具体的内容

本原則の目的はその背景からも明らかなように、日本の上場企業における後継者選びの不透明さを排除することにある。それは社長や会長の持つ人事権限から役員を解放し、取締役会を解放するものとなる。社長に人事権を握られた取締役会が、社長を監督することなどできるはずがなく、それを改革して、取締役会の本来の機能を発揮させることこそが本原則の目的であると理解する。そのために取締役会が社内外に明確な後継者育成計画作りを指導・監督し、その実行も取締役会自身でしっかり監視して行く事が重要である。後継者計画には必要な資質・知識・経験の習得プランも含まれるべきで、それは取締役のトレーニングと重なるところが多いと思われる。後継者計画が有効に機能すると、取締役の研修内容を一段とレベルの高いものにする事ができる。

次に、具体的な後継者計画の作成ポイントを作成主体と計画内容に分けて考える。

2-1) 作成主体について

計画の作成者は取締役会（例えば、その中の指名委員会＝独立取締役が主要構成員）である。シンガポール CGC や ICGN グローバル CGC では明確に指名委員会が適当であると謳っている。会長・社長はその会社に適当な経営者に関する考え方や意見を述べることはできるが、計画内容の決定及びそのフォローは取締役会（指名委員会）が行うのが望ましいあり方と考える。

2-2) 計画の内容の例

以下の各要素を評価して候補者を選択し、各候補者の持つそれぞれの要素を強化すべく教育する。

2-2-1) 要求される知識・能力として、①経営ノウハウ・社会規範トレンド、②リーダーシップ（ビジョン作成、目標設定、必要資源調達、計画遂行力等）、③リスク管理、④業界知識

2-2-2) 要求資質として、①高い倫理観・社会常識、②対人関係力、③状況判断力、④積極性。

2-2-3) 経営経験と実績（子会社での経営実務、外部団体での重要役割経験等）

2-2-4) 以上を評価する評価システム（できるだけ客観的に評価できる要素設計と、中長期計画で求められる要素間の重みづけ）

2-2-5) 以上の各項目について、要求レベルに不足すると評価された分野を補強するトレーニングプログラムを組み込む

2-3) 候補者選定

候補者選定にあたっても明確で、透明性の高い選択基準を持つことが求められる。そのために、①指名委員会メンバーによる面談、②勤務職場及び上位者による 360 度評価、③心理テスト⁷を行う。さらに、外部専門家推薦の外部候補者も含める。要求される知識やスキルをテストしないのは、それらは育成計画の中で強化できるためである。訓練では獲得しにくく、又、変えにくい、人柄・倫理性・心理傾向等が経営人材選定にはより重要と考えられる。

⁷ Russell Reynolds Associates 「CEO の後継者育成計画」 P3 2)現在の社内候補者のアセスメント

2-4) 緊急時対応

エマージェンシープランも作成しておく⁸ことがリスク管理上は望ましい。(無用の混乱や、O・B・相談役等の介入を防止できる)

(2)ー 3. 長所と短所 (阻害要因)

後継者計画に取締役会の候補者まで含むようにすると、相当に多くの候補者を対象とする事ができる。又、計画実行に時間も掛ける事ができる。対象候補者をじっくりと教育しながら、トップとしての適性を見定める事ができる。

一方で、後継者計画策定・実施に当たっては様々な阻害要因が考えられる。

- ① 最大の阻害要因は既得権益者である社長 (又は会長) の抵抗である。
- ② 第二の阻害要因は委員会・執行側共に緊急性を感じにくいために、先延ばしになること。
- ③ 第三の阻害要因は、計画の悪用又は形式化で、不適当な計画作成 (委員会が機能しない) や、実施の際の執行側の非協力・サボタージュが考えられる。
- ④ 候補から外れた人のモチベーションダウン。
- ⑤ 計画で育てられた人の転職リスク。

(2)ー 4. 社外取締役・監査役の行動指針

上記 3 の各阻害要因への対応、さらに、後継者計画の中にある評価基準の妥当性検証があげられる。各社の置かれた状況によって、計画の各要素の重要性が異なることも予想されるので、各社に合った監査方法を検討し確立する必要がある。

具体的には、

3-①のトップの抵抗については、作成主体を明確に規定することが有効である。

3-②については取締役会評価の重要な対象として牽制し、促進すること有効である。

3-③については、計画の内容を構成・客観的に評価できる基準が必要である。取締役会はそのような基準を準備して、それに従って計画を評価し改定する。進捗についても、毎年数回定期的にチェックする。実質的な執行部隊は人事部門になるので、人事部が公正な進捗報告・評価を作成しているかどうかのチェックが非常に大事になる。

3-④については、独立取締役主体の委員会が計画を作成し監督する時には、特に起こりやすいかと思われる。執行役を束ねる社長の責任であり、社長の評価項目の重要なものとして位置付け、業績評価に反映するのが適当と思われる。

3-⑤は、今後、経営幹部層の流動化が高まると思われるので、転出者が出るのは止めにいが、代わりに転入希望の競争候補者が増加すると期待される。転出を防ぐのは会社・経営陣の魅力であり、外部の候補者を引き寄せるのも同じ要因である事を考えると、取締役会がこれまで以上に社外とのベンチマークを意識して機能を向上し、説得力ある中長期ビジョンを示して、会社業績を上げていくことが最も大事な対策となる。

以上の通り、本補充原則を見るだけでも、社外取締役・監査役の新しい責任は従来より飛躍的

⁸ 同上 P4 5)エマージェンシープラン

に大きなものとなっていることが分かる。後継者計画は全てのステークホルダーにとって重大な関心事項である。社外取締役・監査役はそれを十分に認識して、必要に応じて、遠慮なく厳しい苦言を呈すると同時に、賞賛することも惜しまずに執行陣を鼓舞する必要がある。そのためには、そのような判断ができるだけの知識・経験習得のための学習を怠らない努力がこれまで以上に重要である。

5. 社外取締役・監査役行動指針

5-2. 詳細（重要項目）

（3）取締役会評価

基本原則 4. 取締役会等の責務

【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】

補充原則 4-11③ 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

（関連原則）

【原則 4-3 取締役会の役割・責務(3)】

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行う事を主要な役割・責務と捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。

補充原則 4-3① 取締役会は、経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続きに従い、適切に実行すべきである。

（3）- 1. 背景・考え方

1-1) 第4回 CGC 有識者会議での小口氏「お手盛りの人事——、お手盛りの指名がされているんじゃないか。そのような後ろ指を指されない透明性を確保する¹⁾

1-2) 同会議で、キャロン氏「中長期の（企業）価値向上を牽引し支援する役割が取締役会にある。（中略）。（日本企業では）先進国の中では最も企業価値向上が行われていない。むしろ大きな毀損になっている²⁾

1-3) OECD の CGC でも、取締役会評価を「奨励または義務化」する国が多いとある³⁾。

1-4) 英国 CGC でも「取締役会は、取締役会、その委員会、及び個々の取締役について、正式かつ厳格な年次評価をすべき⁴⁾」とある。

1-5) 最近までの失われた 20 年間ですら、極めて重大な不祥事発生を別にすれば、業績不振で任期中で解任された社長や、責任を問われた取締役会はほぼ皆無である。

1-6) 選解任は、業績評価と取締役会評価の両方の評価をベースに、公正かつ透明性の高い手続きに従って行われるべきであると考ええる。

1-7) 取締役会構成メンバーが自分たち自身で評価することで、反省を促し、取締役会の機能強化・実効性確保、ひいては経営力強化を図ることが期待される。

（3）- 2. 目的と具体的内容

目的は、背景・考え方の 1-5) にあるように、役員人事や役員報酬査定が公正かつ透明性高く

¹⁾ 第4回 CGC 有識者会議 議事録

²⁾ 同上

³⁾ OECD CGC 注釈 VI. D-2

⁴⁾ 英国 CGC B.6 : 評価

行われることを担保することと、1-6)の通り、評価することでメンバーたちの反省・自覚を促し、取締役会の機能を強化し、それが経営力につながって、企業価値を向上させることである。さらにキャロン氏の厳しい指摘にあるように、日本の取締役会は過去何十年にもわたって企業価値・株主価値向上に失敗し、毀損してきたものも多いと見られている。そのような状況を改革して、企業価値向上につながる実効性のある取締役会を作ることによって貢献することが本原則の目的である。

具体的な内容・運用方法としては以下のとおりである。

- 2-1) 第一に、「評価方法と評価内容」の決定及びそのフォローは、お手盛りと言われたいのためにも、指名委員会（独立取締役が委員長で役員の過半数を占める）が行うのが有効である。
- 2-2) あるべき評価項目は、①客観性があり、透明性が高く、②他の評価と一貫性があり、③同業比較ができるものが望ましい。
- 2-3) 評価項目は、取締役会そのもの、取締役個人、各種委員会のそれぞれごとに設定する必要がある。
- 2-4) 取締役会評価は、経営の方向性への貢献が中心。具体的には中長期計画への貢献、重大問題の議論内容と結論の有効性、議論の方法の改善等がある。
- 2-5) 取締役個人評価は、①参加回数・延べ時間、②発表・発言の準備資料内容、③発言回数、④発言の有効性、等々を基本に貢献度を図る。報酬への説明資料にもなるべきである。
- 2-6) 委員会評価は、各委員会の活動状況と、経営改善への貢献を定款的にチェックできるものを設定する。活動状況は会議頻度と参加人数及び主要課題と解決策、改善への貢献については解決策の費用対効果や、結果から見た過不足点等がある。
- 2-7) 評価方法は独立の第三者による外部評価と、ボードメンバーによる内部評価の2種類がある。併用が望ましい。
- 2-8) すべての評価結果は取締役会内で共有し、取締役(会)はそれに対する対応策を作成し実行する。指名委員会是对策内容チェック及びその実施状況フォローを行い、取締役会の実効性改善に努める。さらに、評価結果・改善実績を株主に公表することは一層望ましい。

(3)－3. 長所と短所（阻害要因）

取締役会評価は、会・個人・委員会それぞれの評価に業績評価も加味することで、役員の人事査定・報酬査定、さらに選解任、等々、様々なところに使う事ができる。他社の取締役会や取締役とベンチマークできるような評価方法・内容を確立できると、他社や他の役員との比較で不足点を見出して、役員のトレーニングに使う事もできる。

短所としては、このような評価はこれまで公式にも内部的にもなされてきていないため、全く不慣れで、形式だけに陥りやすい。特に互いのメンツを重んじる日本の会社社会文化を考えると、ますますその危険性が高い。評価を実施する部門の独立性と強いリーダーシップが期待される場所である。その点からも実施者は独立取締役主体で構成される指名委員会が適当と思われる。

(3)－4. 社外取締役・監査役の行動指針

監査のポイントとしては、評価項目の客観性チェックと、その実施状況把握があげられる。ま

た、そのような評価が適切に関連する事項（役員人事・役員報酬等）にも利用されているかどうかの監査も重要である。それにより形式化を防ぐことができる。

監査には指名委員会との連携が重要で、ここでも積極的に物を言い、経営の改善に貢献すべきとされる新しい監査役像の真価が厳しく問われる。特に、議論が苦手な日本人役員は会議の場でも、評価の場でも、互いに守り合う傾向が強い。又、なまじ業績の良い会社では「結果を出していれば文句を言われる筋合いはない」とばかりに運営が甘くなりがちではないかとも危惧される。業績の良しあしに関わらず、適正な評価がされ取締役会の機能がより強化されるように、必要な時には大きな声で物を言い、日ごろは注意深くフォローする事が重要である。また、先進の欧米諸国の CGC や運用事例を学んで、良い点を取り入れる努力が必要である。

5. 社外取締役・監査役行動指針

5-2. 詳細（重要項目）

（4）資本効率目標

基本原則 5. 株主との対話

【原則 5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表】

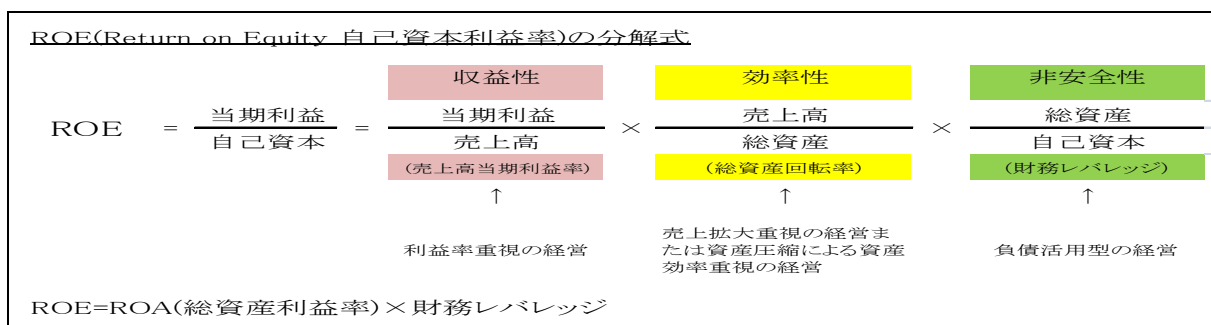
経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

（4）- 1. 背景・考え方

- ①日本企業は、1,990 年代の初頭のバブル経済崩壊後から今日までの「失われた 20 年」は、長期的な経済停滞により、ROE（自己資本利益率）は 5%前後で推移してきた。（cf.米国平均は 15%）。この最大の要因は、イノベーションを生み出す力のある企業の資本生産性や収益性が長期的持続的に低かったからである。反省点として、資本コストの意識、資本効率を考える視点、BS の貸方側のレバレッジの議論が不足していたからと思われる。また、企業側は中長期的な目標の設定ができておらず、投資家側も短期的な決算情報を追い求めることが多かったことが背景にあったと思われる。
- ②伊藤レポートでは、「資本効率を意識した企業価値経営への転換」の中において、ROE を現場の経営指標に落とし込むことで高いモチベーションを引きだし、中長期的に ROE 向上を目指す「日本型 ROE 経営」が必要である。資本コストを上回る企業が価値創造企業であり、グローバルな投資家との対話では、8%を上回る ROE 水準を目指すべきである、提言されている。

（4）- 2. 目的と具体的内容

- ①本原則の目的は、中長期的な収益性・生産性を高め、日本の「稼ぐ力」を取り戻すことにある。そのために、企業が機関投資家を中心とする資本市場との良好な関係を構築に向け、「中長期的な ROE 向上に向けた経営戦略・計画を示し実行すること」、「その状況を監督・牽制する機能としてコーポレートガバナンスを強化すること」の 2 つに取り組むことが必要であるとされている。
- ②具体的内容としては、中期経営計画の策定に当たっては、売上高や営業利益(率)等の収益力に関する目標だけでなく、ROE など資本効率に関する目標を提示するとともに、実現に向けて、ROE を現場に落とし込むための分解、そして株主への分かりやすい説明が求められている。
- ③なぜ ROE なのか、それは、ROE が世界共通の稼ぐ力を示す KPI（重要業績評価指標）として位置付けられているからであり、また、経営に重要な 3 つの指標が凝縮されており、投資家が重視する指標であるからである。ROE を分解すると以下の通り、3 つの構成要素から成り立っている。
 - ・売上高当期利益率；稼ぐ力、経営戦略・ビジネスモデルの強弱の判定指標。
 - ・総資産回転率；事業に投下した総資産の有効活用を示す資産効率の判定指標。
 - ・財務レバレッジ；経営者のフィナンシャルポリシー、負債活用型経営の判定指標。



(4)－ 3. 長所と短所（阻害要因）

①長所

適正な目標設定は、対外的評価とともに、企業の競争力強化に繋がる。最近の株価も、ROE の改善期待の違いで株価が 2 極化する傾向がでてきており、さらに、今後、CGC の導入により、株主重視が期待できる企業への資金流入は強まり、銘柄間の格差はますます広がることも予想される。

②短所（阻害要因）

適正な目標設定が難しく、現場への落とし込みのための ROE の分解等、よく分析した上での設定・運用に相当な労力をかける必要がある。また、業種・業態や成長ステージにより、必ずしも ROE がベストな経営指標でなく、逆にそぐわない場合もある。その場合には、企業の経営実態を冷静に分析した上で、エクспレインとし、実施しない理由（開示）の検討を行うことも選択肢としてありうると思われる。

(4)－ 4. 社外取締役・監査役の行動指針

社外取締役、監査役の役割として、ROE 向上に向けた実行状況を監督・牽制する機能として、監視・検証していくことが必要である。そのチェックポイント及び留意点については、以下の通り。

①中長期的視点での ROE の目標設定

従来の反省を踏まえ、投資家に対しては、四半期や当期の状況を説明するだけでなく、中長期的な業績の推移と見通し等を俯瞰できるような説明が必要である。目標とすべき ROE については、収益計画や資本政策の方針との整合がとれた設定となっているか、企業価値の持続的向上を目標とする中長期視点での ROE の目標設定となっているかをチェックすることが重要である。

②ROE の分解・本質理解による経営

ROE の分解により、ROE の本質を理解し、経営をしていくことが必要である。チェックポイントとしては、小手先の財務戦略で ROE を高くしていないか、分母を小さくすれば良いといった短絡的なアクションとなっていないか、また、資本効率を上げるために過大な合理化を行っていないかのチェックを行うことが必要である。例えば、人員削減、コスト削減が行き過ぎて、社会貢献、安全・安心、環境等への対応に必要な資本コストまで削減していないかをチェックすることも重要である。また、最近の事例では、投資に使わない余剰な資金を自社株買いや増配で株主に返し、自己資本の増加を抑え（自己資本を適正に保ち）、ROE を改善した事例もあり、そうした視点からのチェックも重要である。

③現場への落とし込みの徹底

ROE を経営の本質として捉えアクションをとっていくには、社内で使い込み、十分に馴染ませて

いくことが必要である。そのためには、社内の現場にふさわしい **KPI** を設定し、現場に落とし込み、事業のパフォーマンスを高めるよう活用しているかをその策定プロセスも含め、チェックすることが重要である。一方、過大なノルマによる目標設定は、経営のマイナスに繋がるリスクも内包しており、その面から、妥当な目標設定となっているか、チェックしていくことも重要である。

④資本効率目標としての妥当性

CGC では、収益力・資本効率等に関する目標の設定・提示とだけあって、必ずしも、**ROE** を経営指標とすることには言及されていない。また、**ROE** には、上記の短所（阻害要因）もあり、社外取締役・監査役として、**ROE** の目標設定・導入・運用が、当該企業にとって、真にふさわしく妥当なものであるかを冷静に分析・評価し、チェックしていくことも重要である。

6. 結び

「コーポレートガバナンス・コード」制定の目的は「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」です。

本コードは基本原則が5、原則が30、補充原則が38含まれている各原則について「コンプライ・オア・エクスプレイン」が求められています。これは全ての原則を実施しなければならないということではなく、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば実施しないということでもあります。（いわゆる原則主義であり、ソフトローである。）

企業には自社の中長期的な企業価値向上に向けた経営理念・方針・戦略といった会社固有の判断軸があり、これをベースに本コードの原則をチェックしていくと実施しない項目がでてくるはずで、実施しない原則についてエクスプレインすることが個性の表現であり、極めて重要です。

中長期的な企業価値向上に向けた企業理念等を構築して、判断軸が構築されていれば、実施しない原則の抽出はそれほど難しくないと思いますが、さらに効率よく進めていくために5章で述べたチェックシートや社外取締役・監査役の行動指針を活用して頂きたいと思います。

本コードの原形がOECD原則ですので、実施していく上で、長年築き上げた日本企業独自の個性や強みが毀損されてはならず、いかに「エクスプレイン」でこれを表現するかという観点が不可欠です。

各企業が本コードの適用を通じ、日本の企業群の力強さを表現し、世界に冠たる利益ある成長を遂げることを信じています。

本研究の内容は多分に独断的な部分も多いと思いますが、限られた時間のなかで真摯な議論を重ねた結論としてご理解頂ければ幸いです。

末筆にて、研究会活動において貴重なアドバイス頂いたメンターの黒崎様、山本様、寛様に多大なる感謝を申し上げます。