

1/18 第3回未来投資会議構造改革徹底推進会合

「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合

(開催要領)

1. 開催日時：2019年1月18日（金）15:00～16:30
2. 場所：中央合同庁舎4号館共用第1特別会議室
3. 出席者：
小林 喜光 公益社団法人経済同友会 代表幹事
青 克美 株式会社東京証券取引所 執行役員
池尾 和人 立正大学経済学部 教授
上田 亮子 株式会社日本投資環境研究所 主任研究員
スコット キャロン いちご株式会社 代表執行役会長
いちごアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長
中神 康議 みさき投資株式会社 代表取締役社長

(議事次第)

開 会

1. 関係省庁及び事務局による説明
2. みさき投資株式会社 中神代表取締役社長によるプレゼンテーション
3. 自由討論

閉 会

(配布資料)

第3回会合の議論参加者

金融庁 提出資料

法務省 提出資料

経済産業省 提出資料

内閣官房日本経済再生総合事務局 提出資料

(平井日本経済再生総合事務局次長)

それでは、まだ、始まるまで数分あるようですけれども、皆様、お集まりのようですので、第3回「未来投資会議 構造改革徹底推進会合『企業関連制度・産業構造改革・イノベーション』会合」を開催したいと思っております。

本日は、長尾政務官に御出席をいただいております。

初めに、政務官から御挨拶をいただきたいと思います。

長尾政務官、よろしくお願いいたします。

(長尾政務官)

御紹介いただきました、内閣府大臣政務官を仰せつかっております、長尾でございます。本日は、皆様、御多用の中、お集まりをいただきまして、誠にありがとうございます。

本日の構造改革徹底推進会合におきましては、コーポレートガバナンス改革のフォローアップを行いまして、今後、改革を進めていく上での課題について御議論をいただく予定でございます。

第2次安倍政権発足以来、コーポレートガバナンス改革は、アベノミクス第3の矢の中で極めて重要な成果であり、国際的にも評価されてきた政策でございます。

本日も各省庁から御紹介があると思っておりますが、ステewardシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが策定され、2名以上の独立社外取締役を選定する企業は、東証一部上場企業の91.3%、また、企業のROAも上昇傾向にございます。

一方で、残念ながらコーポレートガバナンスが不十分であるという事例も散見されておりますので、コーポレートガバナンス改革をさらに加速いたしまして、形式から実質へと着実に進めていく必要があると思っております。

本日は、各省庁からの説明を受けた後、今後のコーポレートガバナンス改革に向けまして、皆様の活発な御議論を頂戴いたしたくお願いを申し上げ、私からの挨拶とさせていただきます。

本日は、よろしくお願いいたします。

(平井日本経済再生総合事務局次長)

ありがとうございました。

それでは、報道関係者の方々は、こちらで御退席をお願いいたします。

(報道関係者退室)

(平井日本経済再生総合事務局次長)

本日は、時間も限られておりますので、出席者の御紹介は、お手元にお配りさせていただいております、参加者の名簿にてかえさせていただきます。

ます。

席上には、座席表、議事次第、資料1から5が配付されているかと存じます。

なお、会議中、御発言をされる場合には、お手元に御用意しておりますマイクを使用してお話しいただきますよう、よろしくお願い申し上げます。

また、御発言を終わりましたら、その都度、マイクのスイッチをお切りいただきますよう、よろしくお願い申し上げます。

それでは、ここからは、当会合の会長でございます、小林様に司会進行をお願いいたしたいと思っております。

(小林会長)

どうもありがとうございます。それでは、議事に入らせていただきます。

本日は、まず、関係省庁からコーポレートガバナンス改革の推進に向けました取組の進捗状況について御説明をいただき、その後、中神社長よりコーポレートガバナンス改革の推進に向けた御提言をいただきます。そして、自由討議に入っていきたいと思っております。

それでは、まず、金融庁よりプレゼンを10分程度でよろしくお願いいたします。

(古澤金融庁企画市場局審議官)

ありがとうございます。金融庁審議官の古澤です。

お手元の資料2「コーポレートガバナンス改革について」を、やや駆け足で恐縮ですが、御説明いたします。

1ページ目、全体像について、コーポレートガバナンス改革を進めていく上で、左側が企業を名宛人にしたコーポレートガバナンス・コードにおける取締役会の機能発揮からスタートする各項目です。

それから、右側が、運用機関、アセットオーナーを名宛人にしたスチュワードシップ・コードにおける改革の各項目であり、足下のフォローアップと今年の夏に向けて、どのような施策を進めているかを説明してまいります。

Iのコーポレートガバナンスについては、①から④をどうやって有機的に結合させながら改革を進めていくかがポイントとなります。

後ほど御紹介しますが、取締役会の機能発揮及び政策保有株式に関する開示情報の充実については、今年の3月期からの適用と、来年の3月期からの適用の2段階で改革を重層的に進めていくことを考えており、現在パブリックコメントの手続きを進めております。

スチュワードシップにつきましても、右に記載しておりますように、議決権行使を個別に開示していただく点が、前回のコードの改訂で非常に大きく進んでおります。

これをさらに進化させるため、運用機関がどのようなエンゲージメント、対

話を行っているのかというスチュワードシップの活動報告や、企業年金がインベストメント・チェーンの中で意識を持って対応することをサポートするといったところが大きなポイントであり、ここに向けてどのような取組みを進めているかについて御紹介いたします。

2ページは、足元、株主価値の向上、企業成長がどのようにつながっているかを示しており、3ページは、昨年のコーポレートガバナンス・コードの改訂および「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定のポイントを記載しております。

4ページ目は、先ほど長尾政務官からも御紹介がありましたが、社外の役員をどう選任していくか、内閣官房でも御議論をいただいたダイバーシティー、女性の役員の登用をどう進めていくかについて足元の状況を記載しております。

足元は、我々が聞いているところでは、今年の夏の総会シーズンに向けて、女性役員の登用も含め水面下で精力的な議論が進められております。

5ページ目は、指名委員会及び報酬委員会の設置状況についてですが、特にJPX日経400の選定銘柄に該当する企業については、相当進んでおりますが、まだまだ報酬に対するガバナンス、CEOの指名に対するガバナンスがきいていないところも見られます。

6ページは、今後の改革の形式から実質への議論の中で大きなポイントになると考えられる、取締役会の議長の属性、指名委員会の属性、委員長属性はどうあるべきかについてです。

8ページは、最初に御紹介した、実際の改革の中身と開示等をどのように結びつけながら重層的に進めていくかについてです。

具体的には、開示に関する制度改革の中身を記載しており、Iは、経営方針・経営戦略、いわゆる記述情報の開示についてです。

IIは、役員報酬、政策保有株式に関する開示についてです。

IIIは、守りのガバナンスに関連し、昨今、議論されている監査役会の活動状況や監査法人の継続監査期間に関する開示についてです。

特に、IIの部分については、早急に開示を進め、今年の有価証券報告書から記載いただく必要がある観点から、役員報酬、政策保有株式の開示の充実について、下に記載の通り、今年の3月期から適用することになっております。

他方、経営方針、リスク、いわゆるMD&Aと言われる経営の振り返りについては、少し時間をかけて中身のある開示にさせていただく観点から、広報活動を通じて、どうやって中身のある開示をしてもらうかについての取組を行っております。

具体的には、10ページですが、右側には現行の日本企業における記述情報の開示例を示しており、左側のロールス・ロイスの開示例と比べ、やや決算の数字を記載しただけの開示になっている企業もあります。

11ページになりますが、受け身で機械的な「やらされ」開示ではなくて、経

営者の目線が適切に反映された開示が重要と考えております。それから、重要性に応じて記述の濃淡や記述の順番の工夫、資本コストの議論、セグメント情報、わかりやすさも重要と考えております。コングロマリット・ディスカウントといった議論もあり、各セグメントについて経営者がどのように見ているのか、また会社全体としての方向性について、経営者がどのように考えているのかを開示することが重要と考えております。こうした点を開示に反映するためには、開示府令の意図について、実務者だけではなく、まさに経営者の方々に理解していただく必要があるため、広報活動を進めてまいりたいと思っております。

12ページは守りのガバナンスに関連し、監査に関する見直しについて記載しております。12ページの図の右側中央の「監査報告書の透明化」という取組みにより、会計監査がどのような点に着目して行われているかについて、監査報告書に記載することになります。

具体的には、13ページで示しておりますが、これまでは、監査報告書に監査の結論だけが書かれていたわけですが、監査人がどのようなリスクに着目して監査を行ったかについて監査報告書に記載するということとなりますので、例えば、固定資産、店舗の資産の減損や、海外のM&Aに伴い計上しているのれんの評価をどう見ているかについて、企業のビジネスモデルや足元の状況に即したリスクと考えたものが記載されるようになります。

14ページは、その一環でございますが、昨今の事例を踏まえ、やはり、内部監査、外部監査、社外取締役との有機的な連携といったところについても注意喚起をしているところでございます。

以上が、コーポレートガバナンスに関する、1ページ目の左側のところです。次に、ステewardシップ関係について説明いたします。15ページは議決権行使結果の公表についてですが、運用機関の議決権行使結果の公表は進展しており、機関投資家に一定の規律をもたらしていると考えております。

16ページですが、今度は、機関投資家による企業とのエンゲージメント、対話の内容についてどのように、アセットオーナーへレポートし、公表するかといったことでございます。

左の例は海外の運用機関であり、対話を踏まえて議決権行使がどのように変化したかが記載されております。

個社名が入った資料で恐縮ですが、これは実際にウェブサイトにも公表されておりますが、ソフトバンクについては、例えば、当初は反対の方針であった議案について、右側に書いてあるような対話を行った結果、反対から賛成に変わったことが記載されております。クレディ・スイスや三菱重工についても、対話の中身と対話を踏まえた、議決権行使結果や対話との関係が記載されております。

他方、右側の下にある国内運用機関の例をみると、開示の中身の充実が求め

られるといったところも見受けられます。

このような、まさに形式から実質への動きをサポートしていく議論を今後進めてまいりたいと考えております。

最後に、アセットオーナーは、運用機関の公表情報の充実を進めていく上で大事な役割を担う主体と考えており、GPIFなどの公的年金が相当牽引いただいております。18ページ、19ページに記載の通り、主な公的年金は、スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、インベストメント・チェーン全体を活性化する動きを進めていただいておりますが、企業年金については、必ずしも進んでおりません。

ただ、19ページに示しておりますが、昨年1年間で、パナソニック、エーザイ、エヌ・ティ・ティ、三菱商事などの企業年金がスチュワードシップ・コードの受入れ表明し徐々に進んできております。

最後、20ページは、経団連から企業に対し、企業年金のスチュワードシップ活動へのサポートを求めるメッセージを出していただいております。我々は経団連とも連携しながら進めてまいりたいと思います。

以上でございます。

(小林会長)

ありがとうございました。それでは、続きまして、法務省よりお願いいたします。

(筒井法務省官房審議官)

法務省の筒井でございます。

本日は、コーポレートガバナンス改革に関する法務省の主な取組として、会社法制の見直しに関する法制審議会における検討状況について御紹介させていただきます。

お配りいたしました、資料3の2枚目をご覧ください。

前回の会社法改正は平成26年に行われておりますが、その際の改正法附則第25条には、「政府は、この法律の施行後2年を経過した場合において、社外取締役の選任状況その他の社会経済情勢の変化等を勘案し、企業統治に係る制度の在り方について検討を加え、必要があると認めるときは、その結果に基づいて、社外取締役を置くことの義務付け等、所要の措置を講ずるものとする。」と定められております。

このことなどを踏まえまして、平成29年2月9日に、法務大臣から法制審議会に対し、会社法制の見直しに関する諮問が行われました。その諮問事項の全文は、資料に記載したとおりでございます。

これを受けて設置されました会社法制(企業統治等関係)部会におきまして、平成29年4月から企業統治等に関する規律の見直しの要否等について調査審議

が行われ、一昨日、今日16日に、同部会において、その見直しの要綱案が取りまとめられたところでございます。

この要綱案は、来月に開催される法制審議会の総会に報告され、最終的な要綱の取りまとめに向けた議論が行われる予定でございますが、本日は、この要綱案のうち、コーポレートガバナンス改革に関連する事項として、株主総会資料の電子提供制度の創設、取締役の報酬規制の見直しおよび社外取締役を置くことの義務付けについて、現在検討中の案として御紹介させていただきます。

次のページをご覧ください。

まず、第1に、株主総会資料の電子提供制度の創設についてでございます。

現行法上、株主の個別の承諾を得れば、株主総会参考書類や事業報告等の株主総会資料を、インターネットを利用して提供することができるとされておりますが、上場会社等におきましては、全ての株主から個別の承諾を得ることが難しく、その利用は限定的となっております。

そこで、今般の検討におきましては、株主の個別の承諾を得ていなくても、株主総会資料をウェブサイトに掲載し、株主に対して、そのアドレス等を書面により通知することで、適法に株主総会資料を提供することができる制度を新たに設けることを検討しております。

この新たな電子提供制度を利用することで、株式会社は、株主総会資料の印刷や郵送に要する時間と費用を削減することができますので、これに伴いまして、株主総会資料のウェブサイトへの掲載期限を、現行法上、株主総会の日の2週間前とされている株主総会の招集の通知の発送期限よりも前倒しして、株主総会の日の3週間前とすることを、あわせて検討しております。株主へ早期に充実した内容の株主総会資料が提供されることにより、株主が株主総会議案の検討期間をより長く確保することができるようになることが期待されております。

なお、上場会社等におきましては、この新しい電子提供制度の採用を義務付けることを検討しております。

他方で、インターネットを利用することが困難な株主の利益にも配慮いたしまして、この新しい電子提供制度を採用する場合であっても、株主は引き続き株主総会資料に記載すべき事項を記載した書面の交付を請求することができるものとすることを検討しております。

続きまして、次の3ページをご覧ください。

第2に、取締役の報酬規制の見直しについてでございます。

取締役の報酬のあり方は、取締役に対し、適切な職務執行を促すインセンティブを付与する重要な機能を有するものとして注目を集めており、その活用が期待されている一方で、取締役報酬の決定手続の透明性を高めることが求められております。

現行法上、取締役の報酬は、定款の定めまたは株主総会の決議により定めら

れることとされているものの、定款の定めまたは株主総会の決議の内容は、取締役の報酬の総額など、概括的なものでよく、そのような概括的な定めがされた場合における個々の取締役の報酬の配分のあり方につきましては、明文の規定がございません。

そこで、今般の検討におきましては、上場会社等の取締役会は、取締役の個人別の報酬の内容に係る決定の方法等を含め、株主総会の決議による定めに基づいて取締役の個人別の報酬の決定の方針を決定しなければならないものとすることを検討しております。

また、報酬に関する説明義務を拡大し、さらに、情報開示を充実させることで、報酬の決定手続等の透明性を高めることを検討しております。

具体的には、現行法では、相当性に関する説明義務の対象とはされていない、額が確定している報酬に関する議案につきましても、株主総会において、その報酬が相当であることの理由を説明しなければならないものとすることを検討しております。加えて、事業報告における開示事項として、例えば、先ほど申し上げた取締役の個人別の報酬の決定の方針や個人別の報酬の決定の委任に関する事項等を追加することを検討しております。

その他、近年注目が集まっている、株式または新株予約権を用いた報酬につきましても、報酬として付与する株式または新株予約権の数の上限等、株主総会における決議事項を明確化するとともに、上場会社が取締役の報酬として株式を発行する場合には、出資の履行を要しないものとして、株式報酬の決定手続等の透明性を高め、活用を促進するための見直しを検討しております。

続きまして、次の4ページをご覧ください。

第3に、社外取締役を置くことの義務付けについてでございます。

現行法上、指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社につきましては、委員会の構成員として社外取締役を選任しなければなりません。

他方で、監査役会設置会社である上場会社等については、社外取締役の選任は義務付けられてはいないものの、平成26年の会社法改正により、事業年度の末日において社外取締役を置いていない場合には、取締役が、定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならないこととされております。

このような規律につきまして、会社法制（企業統治等関係）部会におきましては、我が国の資本市場が全体として信頼される環境を整備するには、監査役会設置会社である上場会社等についても、会社法において社外取締役の選任を義務付け、社外取締役による監督が最低限保証されている旨のメッセージを発信すべきであるといった指摘などがされております。

また、社外取締役の選任状況としては、平成30年7月調査時点において、東京証券取引所の全上場会社の97.7%、市場第一部においては99.7%の上場会社が1名以上の社外取締役を選任しております。

このように社外取締役の選任が進んだことなどに照らしますと、社外取締役の有用性は一般的に広く認知されているということができ、さらに、社外取締役を置くことを義務付けた場合における負担等の観点からも、そのコストよりもメリットのほうが大きいという指摘などもされております。

そこで、これらの指摘等を踏まえまして、監査役会設置会社である上場会社等につきましても、社外取締役を置くことを義務付ける方向で検討をしております。

コーポレートガバナンス改革に関する法務省の主な取組の説明は、以上でございます。

(小林会長)

ありがとうございました。

それでは、続きまして、経産省より御説明をお願いいたします。

(新居経済産業省経済産業政策局審議官)

経済産業省です。資料4に従って簡潔に御説明したいと思います。

本日の資料は、「これまでの取組と現状」と「今後の課題」でパートを分けて整理しております。

まず「1. これまでの取組と現状」でございますが、2ページをご覧ください。改革の全体像を記載させていただいております。経済産業省としては、右下にあります稼ぐ力の強化のため、金融庁や法務省と連携しつつ取り組んでいるところでございますが、本日は大きく3つご説明させていただきます。1つ目は、左上1の「経営システムにおけるガバナンスの強化」、2つ目は、「企業と投資家の対話を通じた中長期的な投資の促進」、最後に、右上の「果敢な経営判断の後押し」、これは主に事業再編です。

3ページをご覧ください。先ほどの金融庁の資料にもございましたので、詳細の説明は省きますが、独立社外取締役を選任する上場企業も増えてきております。右図のとおり、任意を含む指名・報酬委員会を置く上場企業も増加してきております。

4ページをご覧ください。長尾政務官からもROAという話がございました。コーポレートガバナンス改革のKPIとしてROAを設定していただいているところでございますが、TOPIX500の数字は、こちらの図のとおり、未だ欧米よりもやや劣っている状況で、今後も取組は必要ということだと思っております。

1ページ飛んでいただきまして6ページをご覧ください。経済産業省としましては、研究会で有識者の方々に御議論いただきながらコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（以下CGSガイドライン）というものを取りまとめしておりますが、未来投資戦略2017に基づきまして、昨年度フォローアップ調査をさせていただきました。その結果、全体としてコーポレートガバナンス改

革は進展しているということが言えると思っておりますが、コーポレートガバナンス改革を形式から実質へと深化させる上での課題は、やはりガバナンスの肝と言われている、社長・CEOの指名・報酬に関する社外取締役の監督機能の発揮であり、特に後継者育成計画だと思っております。フォローアップ調査ではそういう結果が出ております。

7ページをご覧ください。当該調査結果を受けまして、CGS研究会第二期で議論し、昨年9月にCGSガイドラインを改訂させていただきました。当該研究会には、小林会長、青執行役員にも委員として御参画いただきました。

8ページをご覧ください。こちらに主な改訂の内容を記載しております。左の青枠上からの3つ目に「社長・CEOの指名、後継者計画」の記述もございますが、コーポレートガバナンス・コードを深掘りする意味で、一番上の「社外取締役の活用」では、総体として必要な資質・能力を備えることや、人材プールの充実に向けた取組、または一番下の「取締役会の議長」では、非業務執行取締役が務めることが望ましいといった踏み込んだ記述もしているところでございます。

9ページをご覧ください。先ほど申し上げました社長・CEOの指名に関係してくるのですが、後継者計画に対するガバナンスの実効化には、何より経営トップの本気の取組が必要だということで、昨年11月に経団連と共催（後援：金融庁、JPX、東証）でシンポジウムを行いました。中西経団連会長を初め、先進的に取り組んでおられる経営トップの方から直接メッセージをいただきました。

また、10ページにございますように、後継者計画について最も優れた取組を行っている企業に対する表彰というものを日本取締役協会と連携しながら進めており、今年の2月に表彰式を行う予定でございます。こちらは、中神社長に審査委員会の委員になっていただき、御協力をいただいているところであります。

11ページをご覧ください。従来のコーポレートガバナンス改革というのが企業単体を中心としたのに対して、グループで見なければならぬのではないかとという問題意識がございます。これは、海外子会社も含めた企業活動のグローバル化が進んでおり、さらには、国内でも、昨年、製造業の不祥事等が起きている等、今後非常に重要になってきます。そういう意味も含めてグループガバナンスを議論する必要があるということで、12ページに記載しているメンバーでCGS研究会第二期において議論を深めております。

13ページに記載しているとおり、グループガバナンスの議論では、攻めのガバナンス、事業ポートフォリオ、守りのガバナンス、こういうものを対象として議論しております。

本年春には議論の取りまとめを行いたいと思っておりますが、課題として浮き彫りになっているのは、主には14ページに記載しているとおり事業軸です。縦の軸に対して本社機能、つまり横軸が弱いというような課題が浮き彫りにな

っております。

さらには、次の15ページに記載しておりますが、不祥事対応で主に出てくる守りのガバナンスという点です。よく第1線、第2線、第3線と言われますが、特に日本企業の場合、第2線、本社部門と第3線、内部監査部門、この独立性が欠如しているのではないかという指摘がございます。

これらを深掘りしまして、本年春にベストプラクティスを整理して取りまとめを行ってまいりたいと考えております。

大きく2つ目の「企業と投資家の対話を通じた中長期的な投資の促進」が16ページ以降でございます。経済産業省としましては、2017年の5月に策定した、企業の情報開示と投資家との対話における共通言語の枠組みである価値協創ガイダンスについて、統合報告・ESG対話フォーラムなどを通じて議論を深めているところであります。

次の17ページに記載しているロゴマークや、18ページに記載しているアクティブ・ファンドマネージャー宣言などを行いながら普及に努めているところであります。

20ページをご覧ください。昨年10月に経団連と共催でグローバルESG対話フォーラムというのを開催いたしました。ここでは、アセットオーナーであるGPIF、それと海外からChristopher J. Ailman CalSTRS(カリフォルニア州教職員退職年金基金)CIO、Theodore Eliopoulos CalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金)CIOにもご参加いただき、日本企業と対話をしていただきました。

21ページをご覧ください。現在、SDGs経営/ESG投資研究会というものを開催しております。ここでご覧いただくような事業会社の場合は、トップ、CEOの方に直接ご参加していただき、機関投資家にはCIO、さらに大学も入っていただいて、企業がいかにしてSDGsを経営に取り込めるか、結果として、ラベル貼りのSDGsではなくて、どうやって本業として取り込むか、さらに、いかにして投資家を呼び込むかという議論を行っております。こちらも今年の6月に予定されているG20に向けて取りまとめをしていきたいと思っております。

3つ目の「果敢な経営判断の後押し」が22ページ以降です。

22ページの左のグラフをご覧くださいと、日本企業の課題として、小規模で専業の場合に比べて対角線の右下のほうをご覧くださいと、多角化して規模が大きくなると利益率が下がっています。欧米よりも随分低く、ポートフォリオマネジメントが日本の課題といえます。

23ページには、典型的な例としてドイツのSiemensの選択と集中のポートフォリオマネジメントの事例を記載しております。

24ページ左に、戦略的なM&Aを行うときによく使われるTOBの対価の種類を円グラフで示しております。図にございますとおり、日本は100%現金ということでございます。他の国は、株式を使う等、複数対価を使用しております。その結果、右図のとおり、日本のM&Aは、大規模な案件が少ないという結果になっ

ております。

25ページには、1つの例としてGoogleを取り上げております。Googleはアクティブに買収を繰り返して、特に②にございますとおりYouTubeなども取り込んでいますが、現金はわずかで、多くが株対価となっております。

そこで26ページに御紹介してありますように、税制改正にチャレンジいたしました。自社株対価のM&Aに関する株式課税の繰り延べというものを30年度の税制改正で措置をしました。会社法の特例ということで、産業競争力強化法も改正し、昨年7月に施行をしたところでございます。

27ページをご覧ください。この特例措置の利用を促して果敢な経営を後押ししていくという狙いでございます。利用を促すというのが未来投資戦略2018にも記載されておりますが、いろいろと周知活動をしてきました。もちろん、思考停止していたこの選択肢が、選択肢になったことで、これから検討していくのですけれどもということではあります。残念ながら産業界の声としてまだまだ使い勝手がよくないという指摘もあります。ここら辺について、さらなる改善をしていきたいと思っております。

今後の課題として29ページ、30ページをご覧くださいと、先ほどのグループ子会社のガバナンスについてでございますが、30ページ、特に上場子会社のガバナンスが今後大事になってくると考えております。今、日産のケースでも話題になっているかと思っております。この点、グループガバナンスの議論の中で対応していきたいところですが、御案内のとおり、上場子会社は、選択肢の1つであるけれども、国内外の投資家からは親子間の利益相反構造によって、少数株主の利益が害されるおそれが強いです。そのため、親子間では、少数株主の利益が害されることのないよう子会社の独立社外取締役などを中心として、その独立した意思決定が担保されるよう、実効的なガバナンスの仕組みを整備していくことが必要ということで認識しております。親会社についても、上場子会社としていることの合理性やガバナンスの仕組みについて投資家に対する説明責任を果たすことが求められているということで、この上場子会社のガバナンスの問題について、具体的な方策を経済産業省としても検討してまいりたいと思っております。

最後に、32ページをご覧ください。先ほど、法務省から会社法改正案の説明がございました。これは、社外取締役の設置や、役員報酬の関係で非常に大事な条項が入っていると認識しております。ここに記載しておりますが、Asian Corporate Governance Association、ACGAのレポートが昨年末に出たのですが、日本のランキングが4位から7位になっております。その主な原因として書かれているのが、ソフトローはある程度進んでいるけれども、ハードローの整備が進んでいないという指摘もありますということでございます。日本企業の稼ぐ力を高めて持続的な成長につなげるためにも、会社法改正をできるだけ早期に実現することが期待されると考えておりますので、よろしく申し上げます。

以上でございます。

(小林会長)

ありがとうございました。

それでは、続きまして、再生事務局より5分ぐらいで御説明をお願いいたします。

(太田原日本経済再生総合事務局参事官)

それでは、内閣官房から資料5「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示について」を説明させていただきます。

事業報告は、会社法に基づく株主総会向けの開示資料でありまして、有価証券報告書は、金融商品取引法に基づく投資家向けの開示資料でございます。

それぞれ異なる目的でございますけれども、内容としては共通するものも多いということから、資料5にあるように、未来投資戦略2017においては、2つの書類の一体的開示を可能とするため、異なる制度間で類似・関連する記載内容の共通化が可能な項目について検討を加速し、本年中、すなわち2017年中に成案を得るとされておりました。

これを受けまして、2017年の年末に両書類の共通する15項目について共通の記載が可能であること、開示の要否について相違がないこと等を明確化したところでございます。

具体的には、資料5-1をご覧くださいいただければと思います。

縦長のワードファイルよりは、そのすぐ下にあります横長のパワーポイントのほうが見やすいと思いますので、そちらをご覧くださいいただければと思います。

例えば(1)のところですが、事業報告では、1株当たり当期純利益、総資産又は純資産という記載がございます。有価証券報告書では、純資産額、総資産額又は1株当たり当期純利益金額といった、微妙に言い回しが違うところがございますけれども、これらは共通の用語で記載が可能であることを明確化したところでございます。

もう一つだけ例を申し上げますと、このパワーポイントの資料の右下4ページ目になりますけれども、例えば、事業報告では、使用人の状況という言い方、有価証券報告書では従業員の状況という言い方をしております。これは、一般に使われております従業員という言い方のほうがこなれているかと思っておりますので、この従業員という用語を用いた共通の記載が可能であるということを確認したところでございます。

続きまして、最初の2枚紙に戻りまして、こういった共通の15項目の取組を踏まえて、未来投資戦略2018では、関係省庁は一体的な開示を行おうとする企業の試行的取組を支援しつつ、一体的開示例等について検討し、本年中、すなわち2018年中に検討内容を公表するとされたところでございます。

資料5-2をご覧ください。こちらは、昨年末に関係省庁で公表したものでございます。

制度上は、会社法と金融商品取引法、両方の要請を満たすものとして1つの書類を作成して、それを株主総会前に開示するという事は可能であります。

一方で、実際の作業期間の制約の問題で、通常、有価証券報告書は株主総会後に開示されることが多いですけれども、そういった段階的に開示をしたいという企業のニーズがあることも踏まえまして、幾つか記載例を投資家・企業の協力も得ながら作成したところでございます。

具体的には、別紙1-2がでございます。

こちらは、表題にございますように、有価証券報告書兼事業報告書ということで、1つの書類で2つの要請を満たしたものであり、仮に株主総会前に一体書類として出すならば、こういう形があるのではないかとということで作成したものでございます。

これは、基本的には、有価証券報告書をベースに作られていますけれども、一部、事業報告のみに記載されているものを、この中では網掛けで示しておりますけれども、それを統合することによって1つの書類で出すことができるというものでございます。

先ほど申し上げた段階的に株主総会の後に有価証券報告書を出したいという企業のニーズを踏まえたものが、別紙1-3でございます。

こちらは、有価証券報告書をベースとした並べ方でございますけれども、網掛け部分が有価証券報告書の部分ですので、まず、網掛けではないところを株主総会前に事業報告として出して、その後、網掛け部分を追加して有価証券報告書にできるというものでございます。

最後、別紙2でございます。今まで説明したものは有価証券報告書の記載順でしたが、別紙2は、事業報告をベースとした記載順でございまして、網掛けが有価証券報告書で要請されているところです。

株主総会の後、網掛け部分を足すことによって、実際には有価証券報告書にするには並べ替えが発生いたしますけれども、事業報告の作成段階で有価証券報告書を見据えた作業ができると考えて作成したものでございます。

今後、今紹介したような記載例も活用しながら、民間企業の一体的開示が促進されるよう、関係省庁としても民間企業の支援を続けていきたいと考えております。

以上でございます。

(小林会長)

ありがとうございます。

それでは、続きまして、中神社長より御説明をお願いいたします。

(中神みさき投資社長)

みさき投資の中神と申します。

投資の現場で、エンゲージメントの專業運用会社をやっております。

今日の資料は、お手元にはございませんで、映写のみになっております。申し訳ございません。皆さん、見えますでしょうか。

少し変わった題になっております。「再び、山を動かす」という題ですが、私がお話ししたいのは、一体コーポレートガバナンスの現状というものが、投資現場からどういうふうに見えるのかという話と、また、せっかく温まってきたガバナンス改革、企業の改革といったものをより動的にダイナミックに動かしていくには、どういうふうにしたらいいのかということでございます。

改めまして、なぜコーポレートガバナンスがテーマになってきたのかということでございますけれども、私、みさき投資という小さなエンゲージメント運用会社をやっている傍ら、山を動かす研究会というものをやってございまして、このグラフは、今日御出席の上田亮子さん、あるいは慶應の小林慶一郎先生などと一緒に、安倍政権が始まる前なのですが、投資の現場から日本の企業の資本生産性というのは、一体どうなっているのかということを経営で分析をしてみたものです。

このグラフはROEなのですが、10年の上場企業の分布度合いを見てみますと、このような山になっております。どのような山かということ、10年の平均の資本生産性、ROEが3から5%で、左に少し偏った山です。

これは何を意味しているかということ、伊藤レポートで伊藤先生がおっしゃられたとおり、仮に株主資本コストを8%としなくても、仮に少し甘めの7%だとしても、実は日本の上場企業の過去10年の資本生産性は株主資本コストを上回れてこなかったということです。

つまり、非常に厳しい言い方をすると、株主価値を少し毀損しながら企業経営が行われてきてしまったということが実態です。つまり、この山を動かしていかないと、企業の競争力は高まらない。あるいは、世界から日本のマーケットにお金が入ってこない。この理解を背景として、コーポレートガバナンス改革も進んできたのではないかと思います。

これは、小林慶應教授の言葉を借りれば、恐らく複合要因が重なってこういった山の構造になっているのだろう、経済学のゲーム理論的には悪い均衡になっているのではないかとということです。この山を何とか動かして資本生産性を上げていきたいという思いが、山を動かす研究会を発起した背景でございまして。

この山を見て、山を動かす研究会、通称やまけんは、2014年の12月に本を最初に出したのですが、この悪い均衡をどうやって脱却していくかということを考えてわけです。

当然、会社が変わっていただかないといけない、企業が動いていかなければいけないというのをもさることながら、その前段階つまりインベストメント・チ

エーンの1つ前にいる運用業界が変わらないといけない、さらには、運用業界にお金を出してくださっているアセットオーナー、これが動いていかなければいけないわけです。つまり、それぞれの役割として、金主はやはり運用会社を育成していく、プロ化していく、また運用業界は新たなガバナンス主体になっていく、それから企業のほうも非常に低い資本生産性はよくないという考えの中で物事が進んでいく。そのために、いろんな課題があるということで、①から⑤を設定して、何とかこの3%から4%が最頻値である山をグローバル並みの13から14といったところまで動かさないかというのを考えたわけです。

そして企業のどこを動かすかというところなのですが、これは資産の回転率や財務のレバレッジではなく、事業マージン、まさに稼ぐ力そのものを上げていかなければいけないと考えました。

そのためには、事業レベル、企業レベル双方でいろんな改革が進まなければいけない。これは、具体的には事業のポートフォリオのリストラクチャリングであったり、キャッシュコンバージョンサイクルであったり、サプライチェーンといったものに対してどんどん手が打たれていって事業マージンが上がっていくという構想をしたわけです。ただ、実際、今現場でこれがどういうふうに見えているか、どこまで進んだと考えているかということになると、残念ながら、山はいまだ動いていない。山は温まったかも知れないですが、ダイナミックに事業の再構成が進んでいるか、キャッシュコンバージョンサイクルが変わったか、M&Aのようなリスクテイクをどんどんしているかというところ、そうではない。

では、何でこれが進んでいないのか。これについて、まずは、ガバナンスというテーマそのものの性質があるのではないかと思います。

このガバナンス改革というのは、各主体からすると、短期でかなりコストがかかります。会社にとってみれば、例えば、本当に資質に優れた社外取締役を選んでいくと、あるいは指名委員会制度を導入すると、あるいはCEOの選解任に踏み込んでいくと、極めて明確にコストがわかるわけです。

一方で、それをやったからといって、本当に業績が上がっていくのか、稼ぐ力が上がっていくのかというところに関しては、少し不透明なところがある。

これは、会社に限らず、例えば、アセットマネージャーがエンゲージメントをやりなさいと言われても、これまでノウハウがたまっているわけではないので、そこに向けた陣容の拡大、コストを積んでいかなければいけない。非常にコストは明確です。

一方で、それによってパフォーマンスが上がるのか、運用資産がふえるのかというと、必ずしもそうでもない。そのため、テーマそのものの特質として、形づくりに終わりやすくなっているのではと思います。

あとは、主体、我々まさに日本人ということになるかと思いますが、日本人の特質から考えると、やはり、実利がないとなかなか動きづらいつつ、あるいは

は周りが動かないとなかなか動きづらいというものもあるかと思っております。そうであるならば、何らかの心理的なもの、あるいは実利的なもの、経済的なものを突くことで、より改革をダイナミックにできるのではないかと考えております。

さらに、今回のアプローチの特徴なのですが、まさに、これは政府主体で一気呵成に改革が進んでおるわけでございます。これは、これで素晴らしいことなのですが、ある意味、大変短期でトップダウンで行われ、コンプライ・オア・エクスプレインということで、自主自立的な取組が促されてきた。つまり、余り慣れていない手法がとられてきたのかと考えております。

これらは、別に一つ一つ悪いというわけではないのですが、せっかくこうやって改革が進んで温まってきた中で、それをさらに加速していく、動態化していくために何か新しいアプローチはないかと考えておるわけでございます。

新しいアプローチ、そして、どうも一朝一夕には直らないので、少し時間軸を置いて、ロードマップをつくって、この段階まではここに、ここまで行けば、次の段階を設定しようというふうに組み立てていってはどうかと考えておる次第でございます。

この図は少しおもしろいもので、実は生活習慣病に対する病理学のアプローチだそうです。人間というのは山になっている分布構造を動かしたいと考えると、似たようなことを考えるようでございます。

病理学においては、例えば、生活習慣病あるいは糖尿病みたいなものになる特定の年代には、非常に高いリスクでなりやすい人と、なりづらい人という分布があるとされています。この分布に対して病理学は、まず、左側、ポピュレーションアプローチ、つまりこの分布全体に働きかける、啓蒙をするとの方法を探ります。

例えば、50を超えたら生活習慣病になるかもしれないので、胴囲をはかりましょうと、これが86センチ以上になるとメタボなので、皆さん危ないですよというような全体に啓蒙活動をするというのが、基本的にポピュレーションアプローチのようなのです。

一方で、病理学の知恵としては、右側にあります、ハイリスクアプローチというものも置いているようでございます。これは全体に働きかけるのではなくて、明らかにリスクが高い、そういったセグメントに集中して働きかけよう。そして、ここのリスクが下がれば、結果として、全体で山は動いていくというような考えをするようでございます。

ここで私が考えたのは、どうもこれまでのガバナンス改革というのは、これは当然、第一歩としては当たり前のわけですが、ポピュレーションアプローチが中心だったのではないかと。さあ、コーポレートの皆さん、ガバナンス・コードですと、さあ、皆さん、こういうふうに行っていきましょう、あるいはスチュワードシップ・コードです。アセットオーナーの方々、アセットマネージ

ヤーの方々、こうではないですかという形でアプローチをしてきたのだと思いますが、次のステップとしてもう一步動態化していくためには、ハイリスクアプローチといったものを併用してはどうかと考えております。

これを全体のロードマップ的に落としたのがこの図でございまして、横軸に時間軸、そして、縦軸にガバナンス改革の到達点というものを置いてみたときに、これまでは左下でございました。それが、こういったポピュレーションアプローチによって非常に温まってきて、現在値が少し上に上がりましたということなのですが、ここからハイリスクアプローチ、セグメントアプローチを導入してはどうかと。

例えば、さっきの山を4つ切りにいたしまして、一番左側のかなり資本生産性が低いところ、真ん中の大宗を占めるところ、その次に、世界標準までは行っていないのですが日本の企業としてはすばらしいという会社を輪切りにして動かしていくということを考えてはどうかと思います。

左側は、普通は海外ですとアクティビストが寄ってたかって改革を迫るようなゾーンですが、ここは日本ではアクティビストによるものではなくて、社会的にある種の制度を導入して、ここにいるとなかなか恥ずかしいなと思ってもらう。

そして、3番目のところには、我々あるいは隣にいらっしゃいますスコットさんのところのような対話型ファンドがいい提案をしていって生産性が高まっていくと、フタコブラクダのように、4番目の山が少し高くなっていく。

そうしますと、真ん中のゾーンの企業が、投資家と対話をするときちんといふことがあるという利害得失が見えますとバンドワゴンが始まっていって、最終的には全体の企業競争力が高まっていくと期待出来る。このようにロードマップを踏んでいってはどうかと考えております。

そのためには、会社だけが動くわけではなくて、運用業界あるいはアセットオーナーのところに対して各種の施策を打っていく。それによって、インベストメント・チェーン全体にまずはほころびをつくり、中心部を動かし、そして、結果的に全ての山が動いていくというような、動態的な絵姿を考えてはどうかと考えております。

今日は、時間が限られておりますので、このページは、また後ほど見ていただければと思いますが、いずれにしても、きちんと時間軸を置いて、まずは悪い均衡にほころびをつくらうと、そのために、生産性が低いところに対して何をやるか、次に生産性が高いところ、ここをどうやって第4群、世界で闘えるオリンピックに出られる会社をつくっていくのかといったことを考える。

そして、峠の2に関しましては、こういった1群と3群が動いたことをもってして、2群の大きな企業の大宗を動かして行ければと考えております。

すみません、少し時間が長くなってしまったようですが、私から簡単にお話をさせていただきました。

(小林会長)

ありがとうございました。

それでは、これまでの御説明を踏まえまして、意見交換を行いたいと思います。あと30分と少しございますので、どなたでも結構ですから、お話をいただきたいと思います。

池尾先生。

(池尾立正大学経済学部教授)

私、早目に失礼しなければいけないので、最初に発言をさせていただきますが、別に、特別今日の御報告を聞いて異論とか、逆に何か提案があるわけでもなくて、着実に進んできているという感じを受けて心強く思っているのですが、最後に中神さんがおっしゃったように、もう少し時間軸を入れた戦略的なマッピングみたいなことを、もっとしっかりやるような段階に来ているのではないかと思います。

その際に、これまでは、最初の段階だから、例えば、社外取締役に関して言えば、数の話を専らしていたようなところがありますが、そういう数の話から質の話というか、本当にどれだけ機能しているのか、あるいは2人以上とか、3分の1以上ととっても、誰がどういうふうを選んでいいのかとか、選任の仕方ですね。

社長さんが回って、「余り御迷惑をおかけしませんから、お願いします」みたいな感じで選んでいるケースが、現状ではまだまだ多いように思うので、そういう形で、最初は仕方がないかもしれないけれども、そういう段階からレベルアップしていく上でも、非常に中神さんがおっしゃったことは大事だと思って、戦略的な見通しに立ったマッピングみたいなことを考えて、いろんな各省庁の方々の取組を、より連携と一体性のあるものとして推進していくということを、ぜひ、この場で推し進めていただければありがたいと思います。

以上です。

(小林会長)

ありがとうございました。ほかにございますか。

どうぞ、上田さん。

(上田日本投資環境研究所主任研究員)

ありがとうございます。上田でございます。

私は、今、ロンドンに住んでおりまして、外から日本を見た際に、なかなか中にいる見方と違うものが見えます。

1つは、まず、日本のガバナンスは遅れていたと、10年ぐらい前までは本当に言われていたのですが、今は、アベノミクスのもとで成功した一例であると。

形式的には、かなり先進的になっていると思うのです。ACGAで7位と言われましたが、恐らく日本の戦略としてG7におけるあり方みたいなものを目指しているとするれば、かなり、これは形の上ではでき上がっているのだと思います。

ただ、問題は実質のところ、やらされ感が強い企業がすごく多いですね。特に、ロンドンに社長さんが投資家面談等で来られた際に、お目にかかる機会が多いのですが、トップ企業グループというのは、すでに自律的に対応されておられるのですが、中堅、地方の会社になると、何で私たちの会社に女性やグローバルな社外取締役が必要なのだということをおっしゃいます。

その際に強く感じるのが、東証一部上場会社であったとしても、自分たちがグローバル市場に上場しているという意識が少ない会社が多いのです。

東証一部というのは、例えば、ニューヨーク証券取引所であるとか、ロンドンの取引所のプレミアム市場という、グローバルにたたかう企業が上場しているマーケットです。ですので、そこに対してはコードであったり、そういったものを入れて、あるいは情報開示、投資家からの目線、全て含めて、あなたたちは、例えば、アメリカのGEであるとか、そういう人たちと同じ水準のマーケットにいると見られているのですよとお話をすると、ようやく納得できましたというふうにお帰りになっていく。

そこで強く感じるのが、今日の資料には余り出てませんでしたが、そして、青さんの横で言うのは大変申し上げにくいのですが、市場区分のあり方というのは、すごく大事だと思っていまして、ちょっと東証一部は多過ぎるなと、正直思っています。

グローバル企業を目指したマーケットと、そういったところでの政府としての戦略をもっているいろいろなガバナンス改革をしていくという中になると、例えば、JPX400、先ほどの金融庁さんの資料とかにもありましたけれども、400社ぐらいただと、ガバナンス改革などグローバル水準のかなりいい数字が出てくるのです。これは、多分、政策のKPIとしても高くなると思うのですが、我々が目指しているのは、そういったところの改革であったわけです。

現在の市場区分では、そこをいかに裾野を広げていくか、やらされ感のある人たちをどうするかという問題があるのです。そうすると、政策上のコストベネフィットの関係で、やる気のない、自分たちがグローバルに上場しているという意識のないところをどう盛り上げていくかというやり方です。グローバルマーケットということを明確にしたマーケットないし、あるいはTOPIXでも少し絞り込んだものをつくと。あわせて中堅企業にもっとふさわしい市場をつくる、この重層的なやり方が必要なのかなと思います。

すみません、今のは前置きでして、実は社外取締役について申し上げます。今後の方向性として、社外取締役は、やはり3分の1ぐらい入れてよろしいと思います。これは、金融庁の資料にありましたが、3分の1入れている会社が増えているということでした。コードというのは、今の議論でいうと、グロー

バル上場企業にあるべき姿を目指すべきだと思いますので、少し高めでもよろしいと思っています。

あわせて、これまた、ロンドンで年末に議論になったものが、上場子会社の問題。短期間に複数の方から、日本市場における上場子会社問題というのを問いかけられました。上場子会社は、そもそもけしからぬという話もあるのですが、現状、そういう会社がたくさんあるという中で、上場子会社のガバナンスをどう規律するかと、一般の上場会社よりも厳しくするべきであると考えます。

例えば、社外取は過半数というのも一つの方法です。こういうふうな仕組みを入れておかないと、日本市場というのは、古い仕組みが残っているということで、やや市場として劣っているような見られ方をするおそれもあります。我々は問題意識があるのに、少し残念だと思います。

あわせて、今回、会社法改正で社外取締役義務化という話がありますが、これも先ほどACGAという投資家団体から、日本はハードローがおくれているということを言われるのであれば、こういった制度の改正、会社法の改正というのは、急いで着実にするというのが必要なかなと思っています。

特に、社外取締役は、せっかくここまで取組が進んでいますので、これをいかに機能させるかという面についても、制度を含めて日本の改革というものをアピールしないと。日本人はアピールが下手なので、見えるところでアピールする必要があるのかなと思いました。

すみません、長くなりましたが、以上でございます。

(小林会長)

ありがとうございました。ほかにございますか。

青さん、どうぞ。

(青東京証券取引所執行役員)

恐れ入ります。

コーポレートガバナンス改革に関しましては、大分進捗してきており、海外の投資家からも、ある程度理解が得られてきていると思います。しかしながら、変わっているということに対しての評価は高いのですけれども、絶対水準として高いかどうかについては、まだ疑問を持っておられる方も多いのではないかと考えてございます。

コーポレートガバナンス改革を形式から実質へと深化させていくことが、非常に重要なところだと思っていますけれども、形式がないがしろになると、やはり、実質が伴ってこないというのが実態としてあるかと存じますので、形式に加えて実質もという形の政策の打ち出し方が大事なことではないかなと考える次第でございます。

それから、先ほど、中神さんからお話ございましたように、どうやるかは、

いろいろな方法があるかもしれませんが、中でも、ターゲティングが大事だと思ってございまして、ガバナンス水準の底上げをするため、最低限のところをいかに少しでも高くしてもらおうかにつきましては、特に意識づけが大事だと考えております。

また、ある程度の上位層につきましては、海外の機関投資家の投資対象として注目度が高いということがございますので、そういうところについては、本当の意味での実質を高めていくことをより積極的に働きかけていくようなアプローチが今後重要ではないかなと、そんな感じがしてございます。

そういう意味で、先日とりまとめられた会社法の見直しに係る要綱案において、社外取締役の義務付けが盛り込まれましたが、社外取締役については、必要ないとか、あるとか、いろいろな見方をする経営者の方がいらっしゃるのが現状なので、国として方向感をしっかりと出していくことは非常に大事なことだと思ってございまして、ほかのところでも、意識づけを図っていくために、方向感として、こちらが大事なのだということをしかり打ち出していくことも合わせてやっていければと考える次第です。

最後に、開示の関係でございまして、今回、政府において、事業報告と有価証券報告書との一体的な開示の考え方について御整理をいただいたということで、企業の方もより動きやすくなってきたのではないかと考えますが、今後としましては、開示するタイミングについて、特に総会資料と有報が一体的な形になってきますと、株主総会議案に関する検討期間をしかり確保するという観点から、特に海外の投資家の方々から、株主総会より相当前のところを出してほしいと強く求められているというもございまして、開示時期のあり方を含めて、今後の実務は動いていくのではないかと考える次第でございまして。

以上でございまして。

(小林会長)

ありがとうございます。ほかに、どうぞ。

(キャロンいちごアセットマネジメント社長)

本日は、お時間をいただきまして本当にありがとうございます。

まず、この会合の名前ですが、「改革の徹底推進」は非常に素晴らしいと思います。これは、普通に推進することなく、やるからには徹底的に、という日本らしい姿勢であると理解しております。日本のガバナンス改革は着実に進展しており、大きな成果が出ていると思っておりますが、徹底的にさらなる推進を図るのであれば、5つ挙げられると考えています。

1つは、個別開示のさらなる進展です。これは、金融庁の資料の15ページにございますが、いまだに機関投資家の過半が非開示もしくは集計だけの開示で

す。個別開示だからこそ、初めて議決権行使の可視化ができ、受託者責任が正しく果たされているかが分かるようになります。極力100%近くの機関投資家が個別開示を行うことが飛躍的な前進に繋がるのではないかと思います。それが第1です。個別開示の促進。

第2は、社外役の活動についてですが、非常に大きな成果として、建設的な対話が企業と投資家の間で急速に浸透してきました。しかし、残念ながら、企業側として対話を行えるのは経営陣が中心で、社外役との対話の機会は未だごく少数です。少数株主の代表である社外役が取締役会に参加しているにもかかわらず、投資家との意見交換や情報共有をしていないというのには、非常に違和感があります。株主の意見を吸い上げ、それらを責任を持って取締役会の場で活用していただくことが大事ではないかと思っています。

第3は、経産省の資料にございましたが、M&Aの株式対価についてです。制度自体はすばらしい改善ですが、残念ながら特例的に限られた場合にしか認められないなどの要件のため、イコールフィッティングになっていません。これは、海外の企業は株式対価を使えるが、日本企業は現実的には使えないということであり、企業側の果敢な決断が難しくなるだけではなく、日本の株式の使い方にこのような制限があることは、株式の換金性を低下させ、株式価値そのものを低下させることになります。ですので、制限を最小限にし、幅広く、一般的な欧米企業のように株式対価によるM&Aが行えることになればいいなと思います。これが3つ目です。

第4は、先ほど上田さんがおっしゃったとおりで、親子上場の利益相反は大きな問題ですので、少数株主保護の観点から何らかの対応が必要だと考えております。

最後となりますが、5点目は、企業年金のスチュワードシップ・コード受け入れについてです。経団連がすばらしいお手紙を12月にお出しになったということで嬉しいかぎりです。企業と企業年金には、当該企業のために人生の大半の時間を捧げて頑張ってきた従業員やそのご家族の将来を担保するという責務がありますので、是非広く、スチュワードシップ・コードにご賛同いただき、アセットオーナーとしての機能発揮に尽力していただきたいと思います。おそらく日本人の皆様が持つ本来の真面目さが障害となり、企業年金の態勢不備や規模などが賛同できない理由として挙げられておりますが、最初からすばらしく綿密に行わなければならないというわけではいと思うのです。少人数でも対応できる範囲からしっかりアセットオーナーの役割を果たして行けば良いはずですし、従業員の将来を守ることこそが企業年金が果たすべき役割であり存在意義ではないかと思っています。

すみません、駆け足で、しかもつたない日本語で申し訳ございませんでした。

以上でございます。

(小林会長)

ありがとうございました。

大体皆さんから御意見をいただいたので、少しテーマを絞って、親子上場のあたりと、先ほど上田さんからお話のありましたような、プレミアム市場をどう考えるか。この二点に絞って、どなたか御意見はございますか。

どうぞ。

(中神みさき投資社長)

プレミアム市場の方について、まず申し上げますと、JPX400という新しいインデックスができたわけですが、ここに今、ハーバードロースクールがフォーラムを開いたときのレポートがあります。これは、ハーバードビジネススクールの教授が書いた論文で「Governance through Shame and Aspiration」とあり、その要旨は、JPX400が出されたことで、JPX400から外れそうな会社はどう頑張って外れないようにするか、あるいは入れそうなところはどう頑張って入れるようにするかと考えるようになり、実はJPX400というのは、非常にある意味心理を突いた、あるいは実利も突いた形で、日本のガバナンス改善に大きく貢献したとの内容になっています。

ですので、先ほどの上田さんのお話で、400だけではなくて、もう少し絞った形で、100とか200、本当にジャパンプレミアム、オリンピックに出られるような会社だけのインデックスを1つ作る、あるいはそれを運用のベンチマークにするというようなこともよいのではないかと思います。それが、まず第1点です。

あと、親子上場のところに関しましては、これは、ボードレベルのガバナンスが、例えば社外取締役がCEOの選解任に関与するなど、大変進んできたというのが1つの私の理解なのですが、恐らくこのボードレベルのガバナンスがさらに進んで、総会レベルのガバナンスになってくるのではないかと予想しています。

すなわち、そこは議決権を誰がどういうふうに持っているということになるわけですが、その観点からしても、もう一段ガバナンス改革を進める上では、上場子会社の問題は、やはり避けては通れないのかなと考えている次第です。

(小林会長)

どうぞ。

(キャロンいちごアセットマネジメント社長)

プレミアム市場の話ですが、新しい市場を作っていただいてもいいのですが、私は、むしろ東証一部のブランドはすでに確立されていますので、文字通りナンバーワンということで、東証一部企業の社数を500社などに絞る方がよいので

はないかと思っています。

そして同時に、東証二部の活性化を図っていただきたい。一部・二部ともに元気のある、サッカーのJ1、J2ではないのですが、そのようなシステムであってもいいのではないかと思っています。

以上です。

(小林会長)

上田さん、どうぞ。

(上田日本投資環境研究所主任研究員)

ありがとうございます。

上場子会社の問題、年末に大きな案件があって、それで海外でも話題になっていました。また、欧州と日本をまたいだクロスボーダー上場というのも話題になって、クローズアップされていると思うのです。これは、昔から日本の課題として言われながら、実態として残っていて、最近、集中と選択ということで上場戦略の見直しということをしておられるグループ経営のあり方もあるのですけれども、なかなか手つかずの問題だったのかと思います。

ただ、そもそも論を言えば、支配権を残したままファイナンスのところだけ市場機能をうまく使おうという、そういう市場機能の濫用的なニュアンスを与えるおそれもあります。他方では、ここは投資家の側の問題もありまして、子会社の部門にだけ投資をしたい、一事業部門だけの上場という選択肢があったなどという投資家がいるので、話が複雑になるわけなのですけれども。いずれにしても、現状の上場子会社については、より高い少数株主保護というものが必要だろうと思っています。

あるいは、今後は、新規上場においてはかなり厳しく見ていく。あるいは時代の流れとともに、グローバルなマーケットの流れではなくなるべきだというような方向性を持って会社にそれを促すような仕組み、これは、会社法制の仕組みあるいは税制の仕組みも含めて、そういうことがしやすい仕組みづくりというものを一体で考える。上場子会社は、このまま残してでいいのか、あるいはなくす方向かといったところは少し明確にしてもいいのかなと思います。

市場区分も、今、キャロンさんがおっしゃったところで、やり方は2つアプローチがあって、市場一部の上にプレミアム市場をつくると、あるいは市場一部というものをプレミアム市場化して、残りは二部にお引き取り願うか、そういったものの市場自体を見直すということが1つ。

ただ、これは、かなり売買のところのシステムを含めてかなり大がかりなのかと思うのですが、それとともに1つは規制のあり方を変えるというもの。東証一部の中でTOPIX500のような一部のグループのみに対する特別な規制を設け、例えばガバナンスや開示などでより厳しいガバナンス開示等の義務付けを行う。

それ以外に対しては、少し緩やかなことにすると。

全体に上場会社の上場コストはふえていると思うのです。例えば、審議会にお出になっていらっしゃるような上場会社さんの場合には予算もリソースも潤沢で問題ないと思うのですが、そういったところに出てこられない中堅の会社においては、ガバナンスも開示も対応は厳しいということで、上場のインセンティブというものがあるのかと。

一方で、例えば、我々の年金のお金などが、東証一部に上場しているだけで、余りやる気のない会社にも自動的に流れてしまう。といったことで、それをより集中的にグローバル企業にお金を集中して投資をしたいという形があるとすれば、TOPIX500とか、そういったものをつくって、より強固にやるとか。いろいろなやり方はあると思うのですが、ここはアプローチの違いはあると思うのですが、やはり検討するべきです。裾野の広さが、日本の改革が薄まってしまふ原因の1つになっているかなと感じております。

(小林会長)

ありがとうございます。ほかにございますか。

先ほど話題に出た会社のように、上場子会社を、マーケットからファイナンスするために新たに立ち上げるというパターンもあるのですが、一方では、もともと上場している会社をM&Aで手に入れて、まずは連結子会社化して、段階を踏んで最終的には100%化して上場廃止するというパターンもある。日本の文化として、M&Aでいきなり100%子会社にして社名も消してしまうというやり方にはすごく抵抗感があるので、持株会社の下に、いわば「この指とまれ」でまずは50~60%で連結子会社化としてぶら下げておいて、その後数年してから、100%化するなりあるいは逆に手を離すなりするという、そういうトランジェントな手法というのは、企業を再編、拡大していくには現実問題として比較的いいやり方だと思っているのですが、その辺はどうなのでしょう。

(キャロンいちごアセットマネジメント社長)

ありだと思いますが、例えば、そういうやり方であれば、過半数の独立役員を選任するなど、少数株主を保護するためのガバナンス態勢の強化が必須です。一定の期間に限定した親子上場は許容可能かとは思いますが、日本市場では、親子上場はそれほど問題視されておりませんが、海外からすると、株主の共同利益を害する恐れがあるため、この状況はとんでもないことです。ですので、やはり、もう少し考えないといけないのではないかと思います。

(小林会長)

どうぞ。

(新原日本経済再生総合事務局長代理補)

すみません、事務局の立場であれなのですけれども、私ずっと坂本課長のところから、これをずっと見ていて、当時から議論になっていて、まさに小林さんが言われたところは、確かにそういう側面があるので、今は、必ずしもそれをすぐなくすということでもなくて、だけれども、そうであるとすれば、子会社が上場している以上は、一般株主のところの利益保護を特段に図ってもらわないと、何か親会社の言いなりになってしまうのではないかと、そうすると、マジョリティーの株主の言うことは聞くけれども、では、マイノリティーの株主はどうなってもいいのかということになりはしないかという議論ですね。

そうだとすれば、子会社のほうのガバナンスの形態について、何か一定の制約をはめてもらいたいと、少なくとも一般株主の保護ということを考えてもらいたいという議論だと思います。という理解でいいですね。

ですので、そこは、確かにイシューかなという感じはあると思うのです。余りそこを放置しておく、日本市場全体がとても変なものとして理解されるのもまずいなど。

一方で、小林さんが言われているのは、再編を進めなければいけないということもあるので。

(小林会長)

ツールとしては。

(新原日本経済再生総合事務局長代理補)

あると思います。

(小林会長)

どうぞ。

(上田日本投資環境研究所主任研究員)

実は、今、小林様がおっしゃったところで、少し考えが結びついたところがありまして、例えば、ある過程において上場子会社という段階を残すと、私も過程においてであればいいと思うのです。

海外にいくと、M&Aで失敗する事例は山ほど見ていまして、特に海外のM&Aで企業文化を定着させられずに、買収された会社が野放図になっているか、逆に管理しようとして現場とうまくいかないという例をたくさん見て、そういうプロセスというのは、あってしかるべきだと思います。

それとともに、社外取締役等の役割が、どうしてもこういう議論の場だと株主だけを見るのですが、最近ではイギリスでもステークホルダーの話が出ていまして、特に従業員の定着であるとか、企業文化への定着をどう図るかという

ところが取り組まれています。もし、そういう買収の過程において、やはり買収されてしまった会社の従業員というのはモチベーションが下がるわけで、そこに親会社とは独立の社外取締役がしっかりいるのであれば、そのモチベーションの維持ということにもつながるのかなという思いも感じがあります。必ずしも親会社、買収会社がパワフルに抑えつけてということではなくて、間に社外取締役がしっかりいて、その人たちの役割として、被買収会社の従業員等を含めて定着を図る。これは、イギリスで今、企業文化をガバナンスとどう組み合わせていくかという議論があるのですが、そういった役割を担えるのであれば、それは、もしかしたら、ただの少数株主保護を超えて、もう少し実効的なところまでの役割にもなるのかなと思います。

そういう意味で、やはり、客観的な独立した社外取締役というのは入ったほうが、よりこういう有効性は高いのかなと感じました。

(小林会長)

どうぞ。

(青東京証券取引所執行役員)

まず、親子上場の関係でございますけれども、こちらは、状況によって親子上場が必要な場合もあれば、必要性が薄いのではないかと思われるケースなど、恐らくいろいろなケースがあると考えておりますけれども、先ほど小林会長がおっしゃられたM&Aの形など、親子上場が必要な場合はあると私どもも考えてございます。

親子上場において、少数株主保護は非常に重要な観点ですけれども、その前に、親会社にとって子会社上場という形で子会社を持つことがよいのかどうか、特に、親会社の資本効率性の観点からいけば、収益が高い企業について上場子会社の形で持つと、利益の一部が外部に出てしまうという形になりますので、親会社の政策として何が自社の株主にとってよいことなのかという観点から社内で検討を行ったうえで、投資者に対して説明をしっかりと行うということも重要だと思えます。現在の議論としては、どうしても少数株主保護の観点だけになりがちなのですけれども、親会社の資本効率性に関しても重要な観点ではないかと考える次第でございます。

(小林会長)

親から見て、ガバナンスがきかないという、そういう歯がゆさもあるのですね。

(青東京証券取引所執行役員)

そうですね。それで、子会社のガバナンスの強化という御議論が出ておりま

すけれども、ガバナンスの実効性を高めていくことが特に重要であり、単に形式だけ整えればよいということではないと思います。やはり、子会社において、親会社との関係も考えつつ、自社の少数株主も考えつつ、長い目で見て自社にとってどういう形が一番よいのかということをお考えいただくことが非常に重要ですし、そこが貫徹されていないと、形式だけ整えたとしても、結局、裏でつながっているのではないかという見方をされてしまうことになるかと思いますので、親会社と子会社のそれぞれが自社にとって何がよいのかを株主に対してきちんと説明できるよう、しっかりとお考えいただくことが重要なことかなと考える次第でございます。

また、プレミアム市場を含む市場構造の見直しに関しましては、現在、私どもで検討しているところでございまして、金融庁が提出された参考資料11ページにその概要の記載がございます。12ページの表を見れば、時価総額の中央値で見た場合に、東証の市場第一部のマーケットサイズが外国に比べて低い状況であり、具体的には東証市場第一部の時価総額の中央値が520億円であるのに対して、他のNASDAQは1,260億円、ロンドンは1,277億円、ドイツは846億円といった水準にありますので、国際比較の意識も当然持つ必要があるだろうと考えております。

市場構造の見直しに関しては、懇談会を立ち上げまして議論をしております。現在は、市場区分や上場基準が抱える課題や改善点に関して、広く意見を募っているところでございます。

私どもとしては、基本的には企業の持続的な成長に資するという観点と投資者が投資しやすい環境を整備するという観点で市場構造を考えていくということでございます。

特にパッシブでインデックス運用を行っている方々が、株式市場への影響を懸念されているところではあるのですけれども、そういったご意見も踏まえながら、よりよい形を目指していきたいと考えてございます。どのような結論となったとしても、多くの市場関係者に影響が出得るところでございまして、幅広く御意見を頂戴しながら丁寧に検討を進めていきたいと考えてございますので、ぜひ、今日に限らず、関係各省の方々からも御意見を頂戴できると、充実した検討になりますので、ありがたいと考えてございます。

(小林会長)

どうもありがとうございました。

それでは、時間も参ったようですので、私のほうから簡単にまとめさせていただきます。関係省庁からのプレゼンにもあったように、日本において社外取締役を選任する企業が、4、5年前では考えられないほど大幅に増加して、コーポレートガバナンスそのものは着実に進展していると思えますし、実際、法務省のほうでも、社外取締役設置の義務付けという方向に来ている。

一方で、社長・CEOの指名や報酬に関する社外取締役の監督機能の発揮あるいは情報開示等が、これからの大いなる課題としてまだ残っておりますし、先ほどお話がありましたように、ROEやROAそのものは相当上がっているとはいえ、欧米に比して資本コストへの意識が依然として非常に低い。先ほど、山が動かない、温まる程度だというお話もありましたが、実はここ5、6年、金融緩和と財政出動で時間を稼いでいる間に、為替が円安に振れたから、ただの換算益で一見ROEやROAが上がっている程度かもしれないという気もするのです。したがって、真に山を動かすため、どうやって攻めていくかというあたりが今後の非常に大きなポイントになるのかなと思います。

それはそれとして、やはり、今いろいろな企業不祥事が起こっている。つまり、かなり根元のところで、独立取締役のファンクションそのものが、まだ日本では定着していないのかもしれない。また、先ほどから議論がありますように、上場子会社における少数株主の保護をどうするか、逆に、上場子会社に対する親会社のガバナンスをどの辺にチューニングするかというような問題もあります。

最終的には、やらされ感を脱して、日本企業のコーポレートガバナンスを形式から実質にどう高めていくのか、そのためにはプレミアム市場という1つのファンクションが必要であるかどうか、この辺も含めて、夏の成長戦略策定に向けまして、本日の議論も踏まえて検討を継続していくということで、今日はまとめさせていただきたいと思います。

それでは、最後に事務局より、連絡事項がございますので、お願いいたします。

(平井日本経済再生総合事務局次長)

ありがとうございました。

この後、17時半から、本日の会議の内容などについては、事務局からプレスブリーフィングをさせていただきたいと思います。

ブリーフィングにおきましては、原則、参加者の皆様方からの御発言につきましては、お名前を伏せることといたしますが、発言者の御確認を経た上で、後日、議事要旨を公開したいと思っておりますので、皆様の御協力をお願いしたいと思います。

議事要旨を公表するまでの間は、みずからの御発言を除いて、対外的に明らかにすることのないようお願いしたいと思います。

それでは、本日も熱心な議論を大変ありがとうございました。本日は、これまでにしたいと思います。

ありがとうございました。