

雑誌「Corporate Governance」のご紹介

2002年より、コーポレートガバナンスの普及啓もうを行ってきた日本取締役協会は、2015年から開始した企業表彰コーポレートガバナンス・オブ・ザ・イヤーに、金融庁・経済産業省・東京証券取引所・アジアコーポレートガバナンス協会等の後押しを受けるなど、この分野においては日本を代表する団体となりつつあります。

そこでより多くの方々に、すなわち第一線で活躍する経営者や幹部の方々に向けて、コーポレートガバナンスと企業経営に関わる必須情報を、雑誌を通じて提供し、広くコーポレートガバナンスの理解が深まることをめざしています。

特 徴

コーポレートガバナンス改革（会社法・金商法、CGコード、ガイドライン）に関連したテーマを今さら聞けない制度設定の背景も含めて、できるだけわかりやすく解説します。役員会や日々のエグゼクティブの活動に、気づきやヒントを提供。日本を代表する経営トップやオピニオンリーダーとの対談から得られる、ガバナンスの実態。経営を取り巻くトピックスをコラムで紹介します。

概 要

発行所：一般社団法人 日本取締役協会
発行形態：A4 64頁、年3回（4月/8月/12月）
販売価格：年間購読 5,000円（送料込み、消費税別）

主な読者層

東証1部上場企業 取締役(社外・社内、経営トップを含む)、執行役員・部長クラスのほか、取締役会のサポート部門(取締役会室、秘書部、経営企画部、法務部など) 管理職

2019年 連載のご紹介

最も旬なテーマを5つピックアップ。3回シリーズで連載いたします。
豪華執筆陣から、そのポイントについて、紹介していただきます。

経営の監視役である、 取締役会の機能

西村あさひ法律事務所

パートナー弁護士

太田 洋

近時、会社のコーポレートガバナンスを巡っては、活発な議論が行われ、ハードロー及びソフトローの双方において、多方面に亘る制度整備が進んでいます。2015年には、5月に平成26年改正会社法が施行されたのに続き、6月にはコーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」といいます。）の適用が開始されました。これらを受け、2016年には、監査等委員会設置会社に移行する会社が急激に増加しました。その後、2017年には、2月に会社法制（企業統治等関係）の見直しが始まり、10月にCGコードの改訂作業が始まりました。その結果として、2018年6月にCGコード改訂版の適用が開始され、2019年2月には会社法制（企業統治等関係）の見直しに関する要綱が取りまとめられるに至っています。これらの議論と共に、企業においては、任意設置の指名諮問委員会及び報酬諮問委員会が急速に普及しました。

このように、わが国上場企業においては、コーポレートガバナンスの



おた・よう 西村あさひ
法律事務所 パートナー 弁護士、ニューヨーク州弁護士
1993年弁護士登録(第1東京弁護士会)、2001年ニューヨーク州弁護士登録。クロスボーダー案件を含むM&A取引、コーポレート・ガバナンスを中心に、企業法務全般を幅広く手がけ、日本経済新聞社「企業法務・弁護士調査」では常に上位にランクイン。(株)リコー社外監査役など複数の上場会社の社外役員も務める。

会社法、金融商品取引法、租税法、個人情報保護法等を巡る最先端の問題についての研究・執筆活動に特に力を入れており、『M&A法大全(全訂版)(上)(下)』、『個人情報保護法制と実務対応』、『M&A・企業組織再編のスキームと税務(第3版)』など書籍・論文多数。

強化に向けた取り組みが急速に進み、新たな機関や任意の委員会制度を取り入れる会社が増加しています。そして今、コーポレートガバナンスに関する意識がこれまでになく高まるにつれて、企業に対しては、新たな機関構成や委員会制度の下で、いかにして経営に対する実効的な監督が行われているかという部分に注目が集まっています。監督の実効性を高めるための仕組みを構築するためには、経営陣において特に中心的な役割を果たす代表取締役社長、CEO、CFO等の役割、責任、権限等に関する確な理解が欠かせません。

そこで本連載では、日本取締役協会が議論されているホットな話題も

含め、代表取締役社長、CEO、CFO等だけでなく、社外取締役を含む取締役の役割、責任、権限等について、法令上の根拠だけでなく、実務における運用のあり方も踏まえ、経営層や関係部署のみならず、誰もが分かりやすく解説していきます。

日本取締役協会が提言する

モニタリング・モデルのすすめ

森・濱田松本法律事務所
パートナー 弁護士 澤口 実

昨今多くの会社から「取締役会では、社外取締役から、忌憚のない有益な指摘を多数頂き、大変助かって



さわぐち・みのる 森・濱田松本法律事務所 パートナー 弁護士
1993年弁護士登録(第2東京弁護士会)。コーポレートガバナンス、M&A、争訟/紛争解決の分野を幅広く手掛け、日本経済新聞「企業法務・弁護士調査」においても常に高い評価を得ている。

2016年より、東京大学大学院法学政治学研究科客員教授。経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」、「コーポレートガバナンス・システム研究会」委員などを務める。近著に、「変わる株主総会」(日本経済新聞出版社、2018年)、「コーポレートガバナンス・コードの実務(第3版)」(商事法務、2018年)「指名諮問委員会・報酬諮問委員会の実務(第2版)」(商事法務、2019年)の他、論文、講演多数。

いる」といった話を聞きます。そのような事態が、取締役会が機能している様子としてメディアで取り上げられたりもします。

しかし、本当でしょうか。そのようなことが時折あってもおかしくないのですが、頻繁にあるようならば、その会社の社外取締役も経営者も注意が必要です。

経営者、とくに経営トップは、長年自社の事業に携わり、厳しい選抜を経て現在はその最高指揮官となり、大きな責任を負いながら、いわば命を削りながら仕事をしているはず。それが、事業に精通しているわけでもない社外取締役が、経営者が気づかない戦略や問題点をそう容易く見出すはずがありません。

にもかかわらず、「貴重な御意見」などと頻繁に言われている場合、社外取締役は注意した方がいいでしょう。大抵は、適当にお茶を濁して、はなから社外取締役の意見は取り合わない算段かもしれない。もし、経営者が心からそう言っている場合はより深刻です。経営者としての能力に問題がある兆候かもしれません。交代を考え始めた方がいいでしょう。

経営者も注意すべきです。社外取締役は株主を代表して、素朴なものも含め疑問をぶつけて経営者の答えを確認し、看過できない逸脱がないか、また経営者としての適格性を確

認するのが本来の仕事です。その過程で自分の意見も言うこともありますが、的を射ていないことも少なくありません。誤解や情報不足に基づいた意見も沢山含まれています。

ややデフォルメしていますが、以上はモニタリング・モデルと呼ばれる取締役会の姿からの一つの帰着です。今、日本の上場企業の取締役会は、試行錯誤をしながらも、全体としてモニタリング・モデルに向かう大きな流れが生じています。日本取締役協会は、コーポレートガバナンス・コードができる1年前に、社外取締役が増えた新しい取締役会の姿(モニタリング・モデル)をいち早く提言しています。

このシリーズでは、この日本取締役協会の提言をもとに、誤解が多いモニタリング・モデルの取締役会のあるべき姿を、分かりやすく紹介する予定です。

CEOと取締役会

東京大学名誉教授 落合 誠一

近時、「代表取締役社長」ではなく、米国流の「CEO」(最高経営責任者)と訳されることが多い)とする上場会社が増加しています。しかしこのことは、何を意味するのでしょうか。



おちあい・せいいち 東京大学名誉教授、弁護士
東京大学法学部卒業、同法学部助手、成蹊大学法学部教授等を経て1990年

から東京大学大学院法学政治学研究科・法学部教授、2007年から中央大学法学大学院教授。専門は、商法、消費者法。主要著書として、『会社法要説(第2版)』(有斐閣、2016年)、『消費者法』(有斐閣・2001年)、『新基本コンメンタール会社法(第2版)』I、II、III(日本評論社、2009年)。日本私法学会理事、法と経済学会会長、日本保険学会理事、自動車損害賠償保険審議会会長等を歴任し、現在は、M&Aフォーラム会長等を務める。明治安田生命保険(株)取締役、日本電信電話(株)監査役、宇都興産(株)監査役等を勤める。

若干、問題意識を敷衍します。まず、わが国の会社法は、取締役(Director)、代表取締役、業務執行取締役につき規定を置くが、「CEO」に関する規定はありません。また「社長」という呼称は、会社法に規定はないものの、従来から広く利用されており、これが「CEO」に代ったにすぎないのでしようか。しかし米国法では、社長は、「President」であり、「CEO」は、Chief Executive Officerです。そこにいうOfficerは、Directorでもないし、Presidentでもないのです。

それでは、「CEO」と表示する上場会社は、米国流のモニタリング

・モデルの取締役会を採用するがゆえに、それに平仄を合わせて「CEO」としているのでしょうか。しかし多くの上場会社は、監査役会設置会社であり、米国流のモニタリング・モデルの取締役会を採用するものではない。そうだとすると、米国流の経営と監督が分離した会社の「CEO」を意味するものでもなさそうです。

疑問は深まりますが、この解明のためには、少なくとも、まず、「CEO」の選解任、地位および果たすべき役割、次に、「CEO」と取締役会との関係、さらに「CEO」と取締役との関係を明らかにする必要があるのでしよう。そうになると、実は、この問題は、会社の経営は誰がすべきか、また会社の経営の監督は誰がすべきか等のガバナンスの根本問題に行きつくこととなります。

そこで雑誌「Corporate Governance」の紙面を借りて、「CEOと取締役会」とのタイトルでの3回の連載により、この問題の検討を試みようと思えます。無論、堅苦しい学術論文ではなく、基本的な論点が容易に腑に落ちるものとなります。私が読んでいたきたいたいの、日々、ガバナンスの実務に取組み、悩みも多い取締役・監査役・会社関係者の方々であり、コーポレート・ガバナンスという豊饒な森

を一緒にリラックスして散歩したいと思うからです。筆者として、「散歩したら、一層、肩が凝った」とはならないことをお約束したいと思っています。

役員報酬決定の透明化／報酬委員会

ペイ・ガバナンス日本
マネージング・パートナー 阿部 直彦

コーポレート・ガバナンス・コードを始めする一連のハードロー・ソフトロー改正によって、企業による株式報酬の導入、報酬委員会の設置、業績連動報酬比率の拡大は明らかで、報酬ガバナンスは、一定の前進を見せています。

しかしながら、昨年来報道が続く日産やスルガ銀行の問題は、日本における経営者報酬ガバナンスにおける大きな課題も明らかにしています。

日産に関する報道では、CEOに対する支給または支給される可能性がある報酬が、網羅性を担保し適切に開示されていたのか、報酬委員会を設置せず報酬決定を代表取締役に一任したことによって報酬水準、業績連動報酬支給額決定、高額なフレージベネフィットが利益相反を排除

し適切に決定されていたのか等、の指摘がなされています。

同じくスルガ銀行の不正融資問題では、融資担当役員による過度なリスクテイクの結果多くの不正融資が実行された背景には、高額なインセンティブ報酬も一因との指摘もあります。

私が策定リーダーとして関わった当協会「経営者報酬ガイドライン第4版・2016年公表」では、(1)業績連動比率を高めるだけの形式的対応でなく、中長期の企業価値の増減と報酬を連動させるペイ・フォー・パフォーマンスの実質的強化と(2)リスク管理の観点から、不適切会計や巨額損失発生時に報酬の払い戻し(クローバック)を強制するメカニズムの導入(3)報酬ガバナンスの担い手である報酬委員会の独立性と専門性の強化、を主要な改正点として提言しています。残念ながら日産やスルガ銀行では、報酬ガバナンスに関するこれら提言が十分に反映されていたとは考えられません。

本稿では、経営者報酬ガイドラインが指摘した「先進国の高成長・高業績企業と互角に戦い勝ち抜く」ための経営者報酬とはどうあるべきかについて事例を検証しつつ、今一度考えていきます。



あべ・なおひこ ペイ・ガバナンス日本株式会社 代表取締役 マネージングパートナー
25年を超える日米での経営者報酬コンサルティングの経験を有し、本分野の日本におけるパイオニア。1990年代、米国KPMG(ロサンゼルス)のディレクターとして、1997年以降、タワーズペリン(ロサンゼルスおよび東京)では駐日代表として大手日本企業に対して経営者報酬のコンサルティングを提供した。2013年11月、日本で初の独立系経営者報酬コンサルティング会社として、ペイ・ガバナンス日本株式会社を設立、代表取締役に就任。米国ペイ・ガバナンスは、大規模クライアントの領域でのマーケットシェアが高く、S&Pラージキャップ500社で第2位にランキングしている。

当協会「経営者報酬ガイドライン」策定リーダーを継続して勤めている。

政策保有株式に関する規律強化

日本投資環境研究所・主任研究員
みずほインターナショナル・ディレクター 上田 亮子

政策保有株式とは、支配権を伴わない程度の少数の他社株式を、薄く広く政策的に保有するものです。わが国の企業実務においては、取引関係の構築と維持、株主総会での濫用的株主への対抗策として、長年定着しています。ところが、政策保有株主に対するグローバル市場からの見方は厳しく、日本市場の特異性とし

て認識する海外投資家等の市場関係者も多くなりました。このような背景から、コーポレートガバナンス・コードや情報開示規則等においては、政策保有株式の縮減という目標を明確にするとともに、情報開示等の枠組みの強化が進められています。

政策保有株式の問題は、他社株式を保有する場合、また他社により自社株式が保有される場合とで、コーポレート・ガバナンス上の課題が異なることに留意が必要です。政策保有株式を保有する場合には、資本の効率的活用の観点から、政策保有株式の保有の目的や内容の開示が求められます。保有される場合については、政策保有株主が安定株主として



うえだ・りょうこ 日本投資環境研究所・主任研究員
Director, Strategic Decision Support, Miz

who International plc
2002年4月みずほ証券入社後、日本投資環境研究所に出向・転籍、主任研究員、政策研究博士。2017年よりロンドンにて活動中。経済産業省「持続的成長への競争力とイノベーション」企業と投資家の望ましい関係構築「プロジェクト（伊藤レポート）」、「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」、「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」、金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」、「金融審議会市場ワーキンググループ」、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」委員等歴

機能することが期待されているため、このような株主の存在が、一般株主との対話やコーポレート・ガバナンスの取組みを進めるうえでの阻害要因となっていないかが問題とされます。従来は保有する側に対する規律付けが主に議論されてきましたが、最近では対話を通じたコーポレート・ガバナンスの質向上という観点から、保有される側の問題についても焦点が当てられています。

また、関連する問題として、子会社上場とコーポレート・ガバナンスのあり方への注目が高まり、今後、未

来投資戦略やコーポレートガバナンス・コード等において整備が進められようとしています。
この連載では、政策保有株式の実態について検証し、コーポレート・ガバナンスにおける課題とコード等における規律の方向性について考察します。あわせて、子会社上場問題についても、検討を加えたいと思います。

資本コストの把握とそれを踏まえた経営戦略

株式会社 経営共創基盤

代表取締役CEO 富山 和彦

資本コストとは何なのか？ くだ

けた言い方をすれば、お金を他人さまから預かって事業に使わせてもらう対価のことです。お金を借りる形で預かる場合、資本コストは貸主に支払う金利と言いうことになります。が、株式への出資という形で預かっている場合はやや分かりにくくなります。儲ければ出資者たる株主に配当を支払いますが、配当すなわち資本コストではない。それでは何が資本コストとして株主に支払うべき対価にふさわしいのか？資本コストの本質をより掘り下げないと見えてきません。

そもそもお金を他人から預かって事業に使う場合、なぜそのお金に対価を支わなければならないのか。これは資本主義の根源に関わると言ってもいいほどの本質的な問いです。貸主や株主の立場から考えると、なぜわざわざ他人にお金を預けて事業に使わせるのか？と言いう問いです。寄付のような利他的な行為の場合は別として、営利法人である株式会社には大事なお金を預けて事業に使わせる理由は、黙って手元に置いておくよりも経済合理的、すなわち事業から元本以上の収益が生まれ、その超過分を提供したお金の対価として受け取れるからです。さらに言えば、世の中には色々な出融資のチャンスがあり、そこにお金を出せばもっと高い収益を得られる可能性があります。

です。ですから、それよりも高い収益期待がなければ、当該株式会社にお金を出す合理性はない。そういう意味ではお金が生み出しうる収益の機会費用が資本コストなのです。

機会費用と言いう概念は、実際に発生し会計上認識される通常のコストとは異なる概念です。経済学者に言わせると「経済学の最も基本的な概念である比較優位と機会費用ほど直感的に分かりにくい概念はない」そうです。本シリーズではこの資本コストの財務的・事業的な戦略的意義、日本企業の置かれた状況と経営課題、そして持続的成長のために経営手法としての資本コスト活用方法について実践的に考えていきたいと思います。



とやま かずひこ 株式会社 経営共創基盤 代表取締役CEO
ボストンコンサルティング

グループ、コーポレートディレクション代表取締役を経て、2003年に産業再生機構設立時に参画しCOOに就任。解散後、IGPIを設立。パナソニック社外取締役、東京電力ホールディングス社外取締役。経済同友会副代表幹事。財務省財政制度など審議会委員、内閣府税制調査会特別委員、内閣官房まち・ひと・しごと創生会議有識者、内閣府総合科学技術・イノベーション会議基本計画専門調査会委員、金融庁スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議委員、経済産業省産業構造審議会新産業構造部会委員等多数。