

# JRI Foresight 2020

## ガバナンス改革の未来 ～ 企業経営へのインパクトを考える ～

2020年1月28日

株式会社日本総合研究所  
山田 英司

## ここまでのガバナンス改革

---

# ガバナンスをめぐる環境変化

過去よりガバナンスの課題は日本企業に存在。数次の法改正を経てガバナンス重視はより鮮明に

- ・ 特に、2015年のコーポレートガバナンス・コード対応は大きな転機

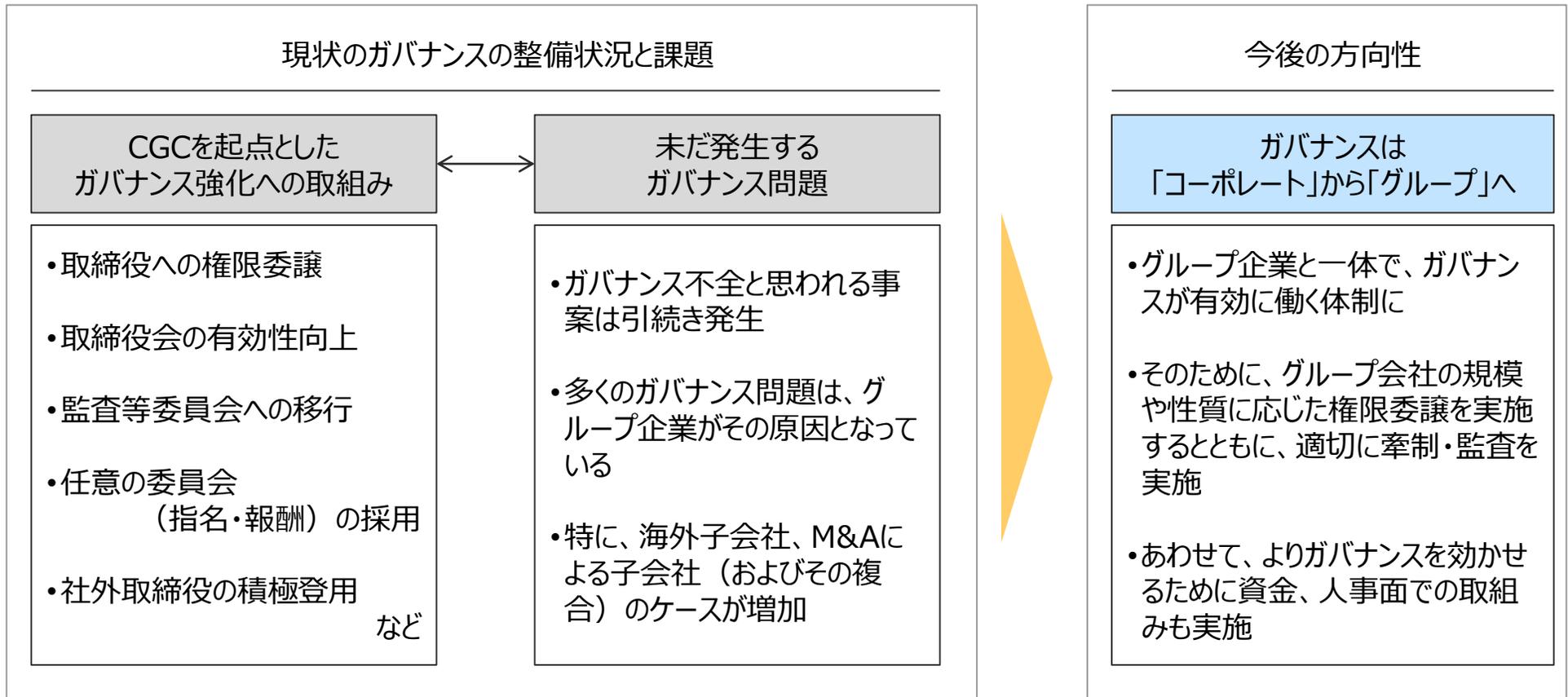
	～'90年代前半	'90年代後半～'00年代後半	～現在	トレンド
経済環境	高度成長期からバブル期にかけて右肩上がりの経済環境	バブル崩壊以降の不況の長期化、リストラ等の広がり	リーマンショック、震災等による経済環境の激変 アベノミクス等による経済再生の取り組み	グローバル化の加速、事業領域の拡大等により振幅の増す経済環境
投資家・株主	メインバンク、取引先との持ち合い等による安定株主確保	海外投資家等の資本の流入 「物言う株主」の台頭	金融収縮による日本市場からの海外資本の撤退	海外投資家の増加や持ち合い解消、企業不祥事等を背景に、企業統治に対する注目・要請が高まっている
企業統治を取り巻く近年の事件等	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>・西武鉄道事件（'04）</li> <li>・ライブドア・ショック（'06）</li> <li>・ブルドックソース事件（'07）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大王製紙事件（'11）</li> <li>・オリンパス粉飾決算（'11）</li> </ul>	
制度等の変遷	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>・委員会設置会社（'03）</li> <li>・金商法（'06）</li> <li>・J-SOX（'06）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スチュワードシップ・コード（'14）</li> <li>・コーポレートガバナンス・コード（'15）</li> <li>・監査等委員会設置会社（'15）</li> </ul>	形式に止まらず、実態としての企業統治強化に向けて制度等の整備が進む

（出所）日本総研作成

# ガバナンスは「コーポレート」から「グループ」へ

## 現状の取組みは、中核会社が主体。グローバルも含めグループ全体での取組みが必要に

- 多くの企業のガバナンス問題は、グループ会社から起きているのが近年の傾向。
- 今後、グローバル展開とM&Aによるグループ企業の増加を考慮すると、「グループガバナンス」への移行が必至



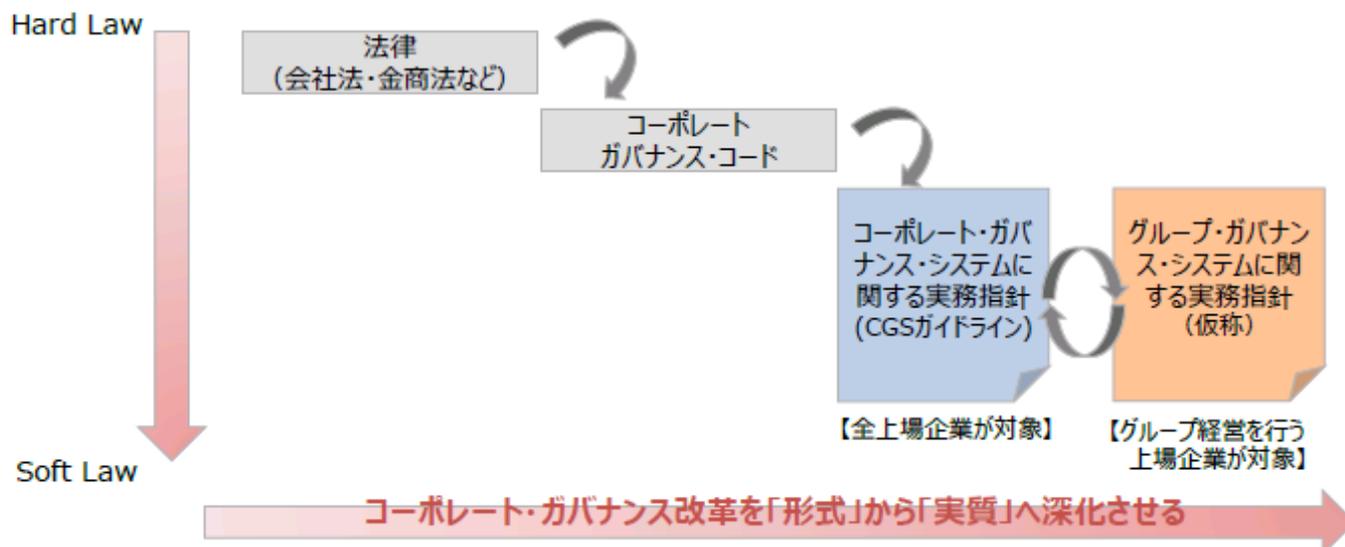
(出所) 日本総研作成

# グループガバナンスに関する実務指針の公表

## 2019年6月に経済産業省より「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」が公表

- 2017年末より、本研究会において、企業グループ全体の価値向上を図る観点から、グループ経営において「守り」と「攻め」両面でいかにガバナンスを働かせるか、事業ポートフォリオをどのように最適化するかなど、グループガバナンスの在り方の検討を進めてきたところ。
- これまでの検討の成果をとりまとめて「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（仮）を策定する予定であるが、この実務指針は、**特にグループ経営を行う上場企業（上場子会社を含む）を主たる対象とするものとして、昨年9月に改訂された「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」と並列の関係に位置づけることとしてはどうか。**

※本研究会の報告書は、実務指針案を中心に構成することを想定（実務指針案に盛り込まれない事項については、今後の検討課題等として記載。）



(出所) 経済産業省 第2期CGS研究会 (第13回)

# グループ・ガイドラインの構造

## グループ視点での組織設計と資源配分、内部統制、さらにはグループ人事が重要ポイント

- ・ なお、親子上場については、今後さらに踏み込んだ議論がなされると想定

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針
グループ設計の在り方 現状と課題 グループ設計に関する基本的な考え方 本社の役割
事業ポートフォリオマネジメントの在り方 現状と課題 事業ポートフォリオマネジメントの基本的な考え方 事業ポートフォリオマネジメントの仕組みの構築 事業評価のための基盤整備
内部統制システムの在り方 内部統制システムの意義 内部統制システムに関する現状と課題 内部統制システムの構築・運用に関する基本的な考え方 グループの内部統制システムに関する親会社の取締役会の役割 内部統制システムに関する監査役等の役割等 実効的な内部統制システムの構築・運営の在り方 監査役等や第2線・第3線における人材育成の在り方 ITを活用した内部監査の効率化と精度向上 サイバーセキュリティ対策の在り方 有事対策の在り方
子会社経営陣の指名・報酬の在り方 現状と課題 子会社経営陣の指名・報酬に関する親会社の関与の在り方 グループとしての経営陣幹部の指名・育成の在り方 グループとしての経営陣の報酬の在り方
上場子会社に関するガバナンスの在り方 上場子会社の現状と評価 親会社における対応の在り方 上場子会社に関するガバナンスの在り方 上場子会社経営陣の指名の在り方 上場子会社経営陣の報酬の在り方

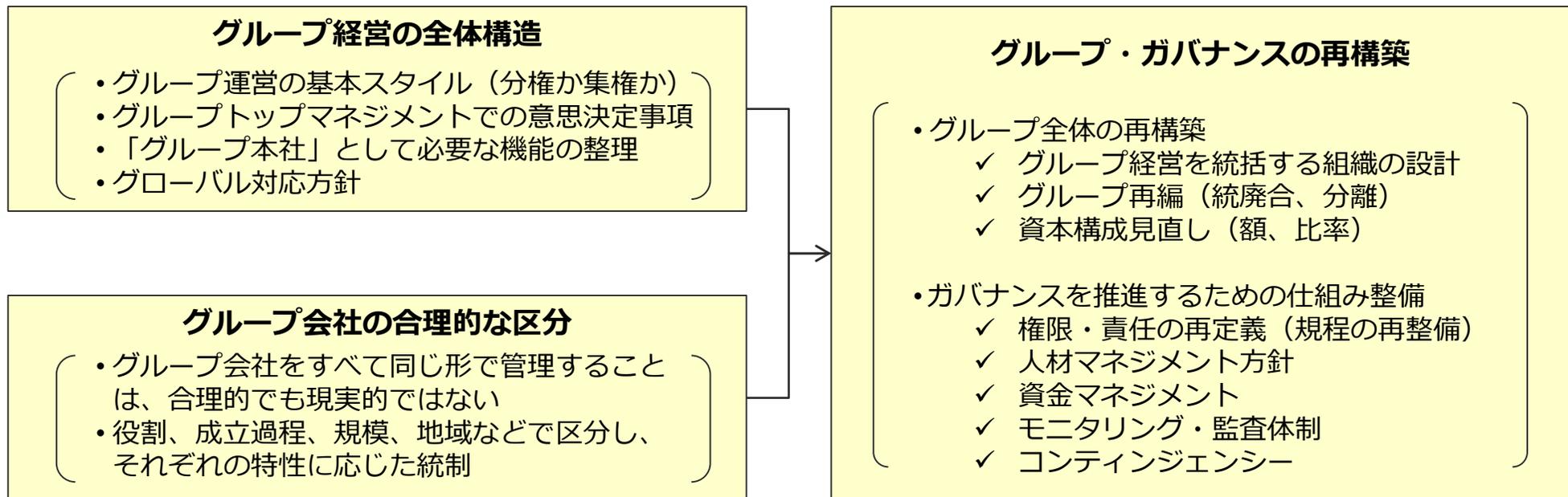
- ✓ 多角化を想定したグループ組織の在り方
- ✓ 資本コストを意識した資源配分
- ✓ 3線ディフェンスを念頭においた内部統制
- ✓ グループ人事政策の重要性
- ✓ 親子上場問題への対応

(出所) 日本総研作成

# グループ・ガバナンス構築のアプローチ

## グループ・ガバナンスの構築については前提条件を明確にして進める必要がある

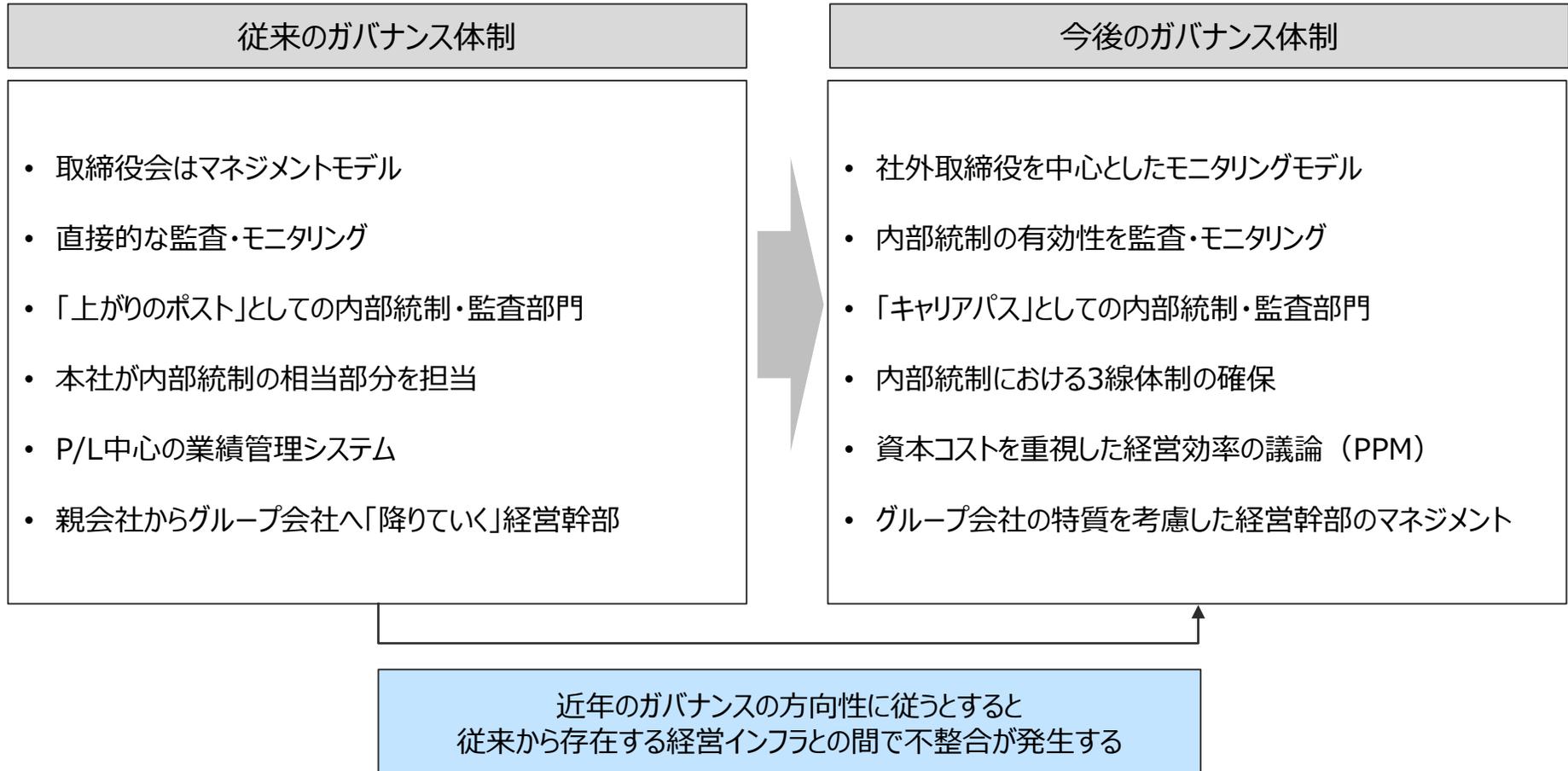
- どの様なグループ経営を指向するかにより、グループ会社との関与スタンスが異なる
- 併せて、グループ会社は多様化しているため、役割や規模などで適切に区分し、区分毎の方針整備が理想的



（出所）日本総研作成

# ガバナンス改革がもたらすもの

## ガバナンスの改革は、経営の根幹にまで影響を及ぼす



（出所）日本総研作成

## これからのガバナンス改革

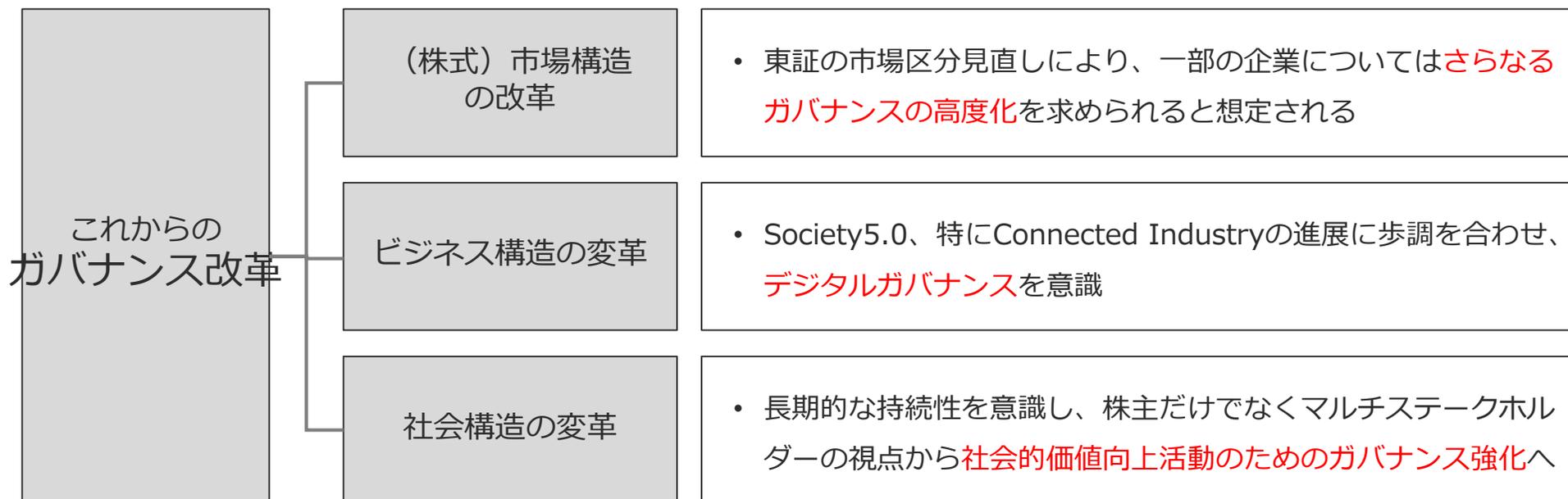
---

## ガバナンス改革をさらに進める3つのファクター

金融市場、社会構造、ビジネス環境と広い分野で、さらなるガバナンスの深化を迫る動きが進みつつある

### 改革の背景要件

### 想定される改革のポイント

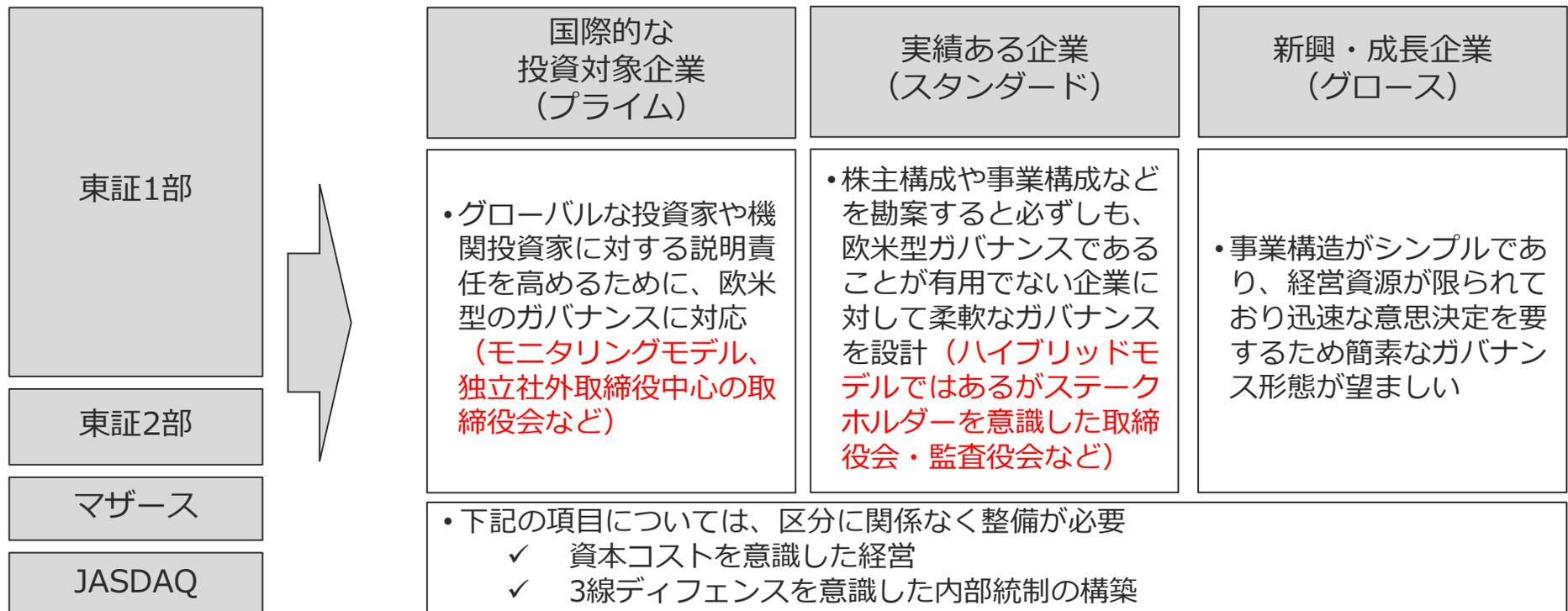


(出所) 日本総研作成

## 上場区分の再編とガバナンスのさらなる改革

現在、東証の上場区分の再編が議論されているが、区分により求められるガバナンス体制の要求水準が異なると想定されている

### 上場区分再編とガバナンス上のポイント



(出所) 日本総研作成

# デジタルガバナンスの議論

企業が目指すべきデジタルガバナンスのあるべき姿を示し、達成状況を可視化するためのコードの制定が予定されている

## 行動原則（デジタルガバナンス・コード）

原則 1

原則 2

原則 3

原則 4

原則 5

成長に向けた  
ビジョンの構築と共有

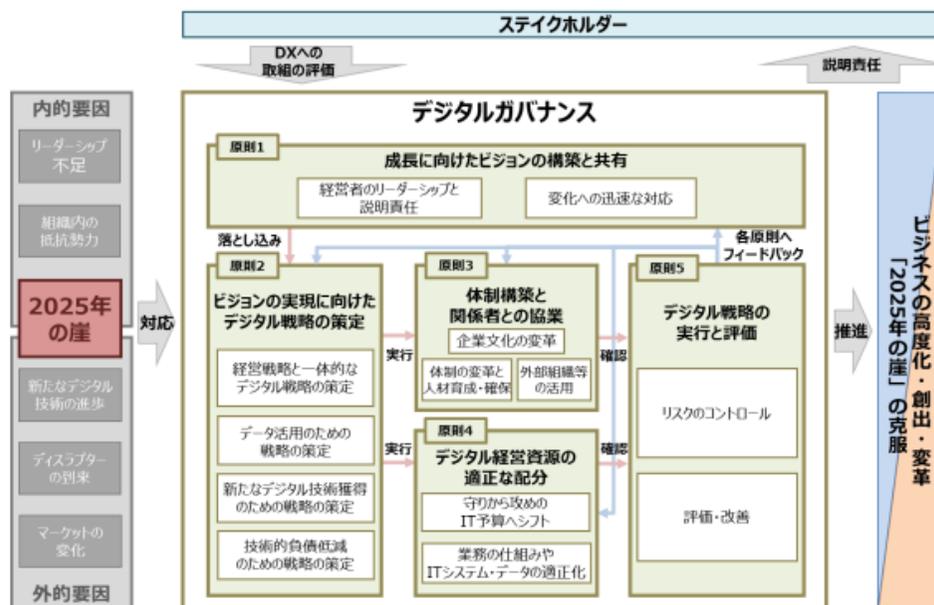
ビジョンの実現に向けた  
デジタル戦略の策定

体制構築と  
関係者との協業

デジタル経営資源の  
適正な配分

デジタル戦略の  
実行と評価

## デジタルガバナンス・コードの構造



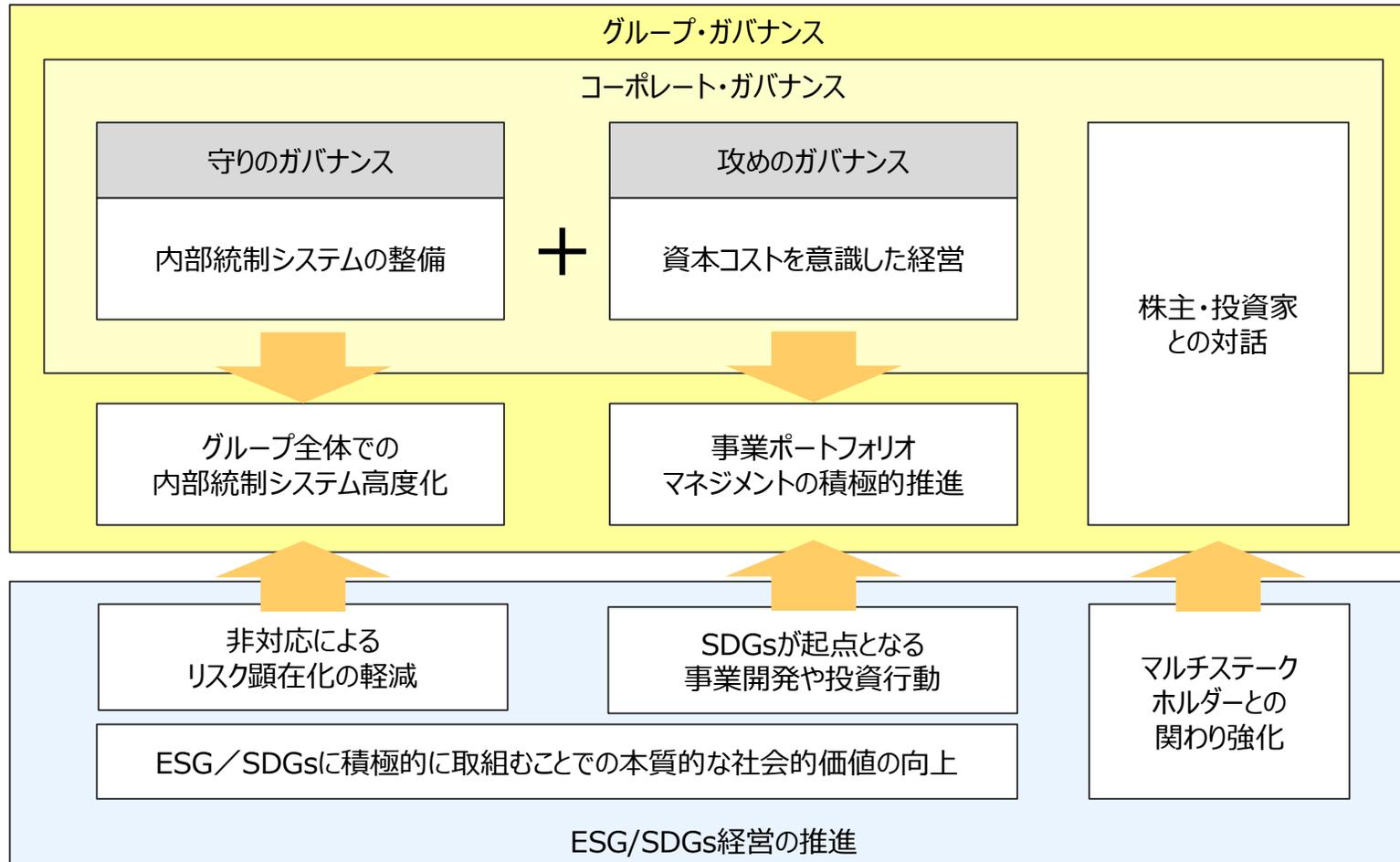
※現在の議論は、主として「攻め」のガバナンスに関するものが中心であるが、データ利活用の議論や、GDPRの趨勢、さらにはサイバーセキュリティなど「守り」のガバナンスに関する論点整理と対応策の検討も重要と思われる（私見）

DXの取組はすぐに企業利益に反映されるものばかりではなく、投資家等の市場関係者には理解されにくい性質を持つ。そのため、客観的な評価基準や制度を用いて、DXの取組に関して政府からの“お墨付き”を貰うことで、投資家等の市場関係者を含む外部のステークホルダーに対して企業価値をアピールすることができると考える。

19年11月  
経済産業省「デジタルガバナンスに関する有識者検討会」事務局

# 「企業価値」から「社会価値」へ

株主・投資家だけでなく、マルチステークホルダーとの関係の中での価値向上が課題に



(出所) 日本総研作成

## 今後に向けての論点

- 1) 市場区分再編における、「より高度なガバナンス」をどう考えるか
- 2) デジタルガバナンスにおける「攻め」と「守り」をどう考えるか
- 3) ESG/SDGsの視点からの「企業経営のあり方」をどう考えるか

## これからの改革に備えて（私見）

---

## 今後に向けての論点

- 1) 市場区分再編における、「より高度なガバナンス」をどう考えるか
- 2) デジタルガバナンスにおける「攻め」と「守り」をどう考えるか
- 3) ESG/SDGsの視点からの「企業経営のあり方」をどう考えるか

## 「より高いガバナンス水準」とは

プライム市場のターゲットに海外の機関投資家が意識されているのであれば、ガバナンスのスタンダードはより欧米（特に米、英）に近づくと想定される

市場WG 市場構造専門G報告書（案） 2019.12.25

投資家の状況

### （コンセプト）

プライム市場のコンセプトは、「多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額・流動性を持ち、**より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場**」とすることが考えられる。

### （ガバナンス）

プライム市場に上場する企業については、**我が国を代表する投資対象として優良な企業が集まる市場にふさわしいガバナンスの水準を求めていく必要がある**。これについては、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上をより実現していくという観点も踏まえ、今後、コーポレートガバナンス・コードなどの改訂等を重ねる毎に他の市場と比較して一段高い水準のガバナンスを求めていくことなどによってガバナンスを向上させる必要がある。その上で、プライム市場に上場する企業においては、自らの属する市場区分の選択を踏まえ、プライム市場にふさわしいコンプライの状況やエクस्पラインの質などを達成していくことが強く期待される。

### 資産残高上位10ファンド

1. BlackRock (US)
2. Vanguard Asset Management (US)
3. State Street Global Advisors (US)
4. Fidelity Investments (US)
5. BNY Mellon (US)
6. J.P. Morgan Asset Management (US)
7. Capital Group (US)
8. PIMCO (UK)
9. PGIM (US)
10. Amundi (FRA)

### 我が国における資産残高上位10ファンド

1. BlackRock Fund Advisors (US)
2. State Street Global Advisors (US)
3. The Vanguard Group, Inc (US)
4. Norges Bank Investment Management (UK)
5. Capital Research & Management Company (US)
6. Abu Dhabi Investment Authority (UAE)
7. Nomura Asset Management Co., Ltd. (JPN)
8. Mellon Capital Management Corporation (US)
9. Wellington Management Company LLP (US)
10. BlackRock Advisor (UK) Limited (UK)

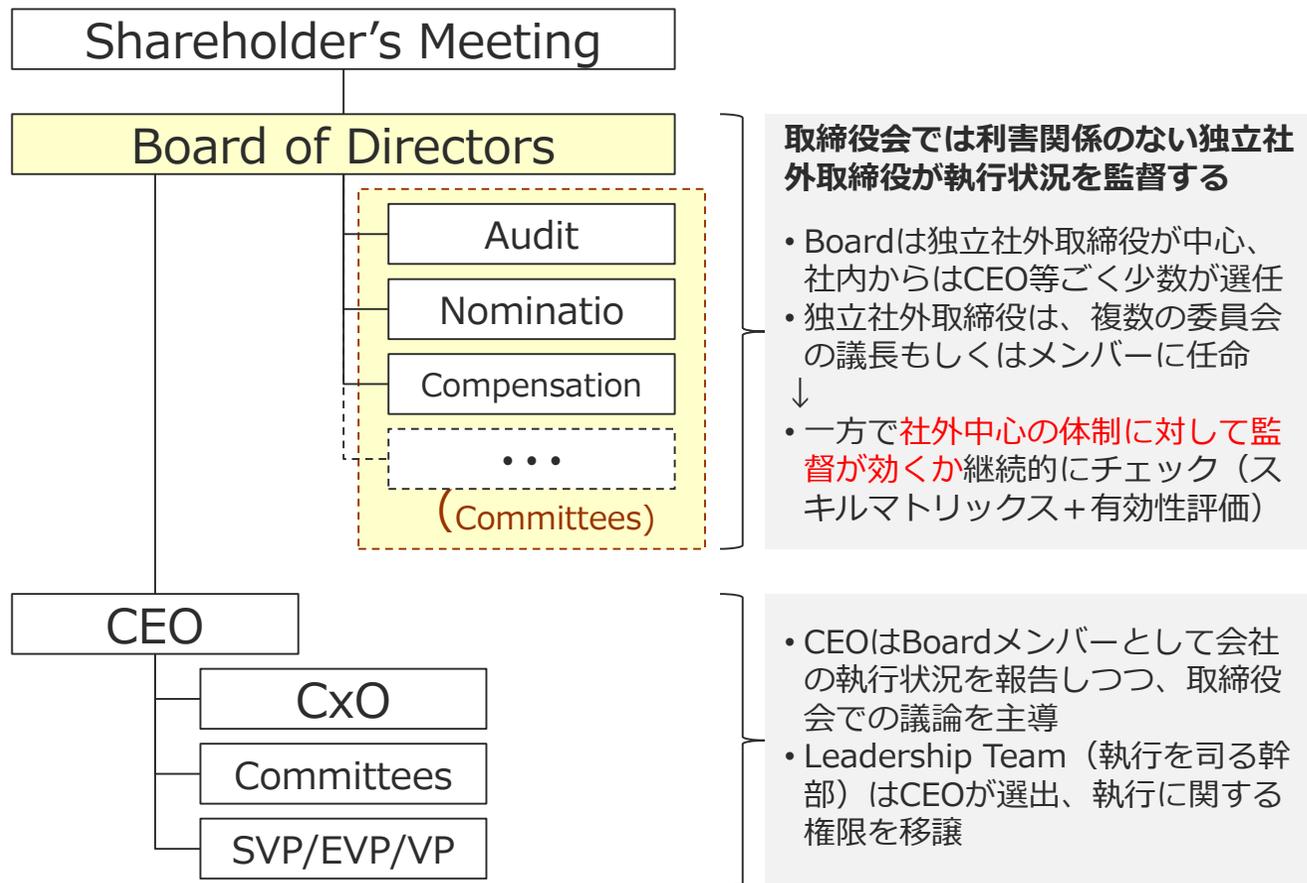
（出所）経済産業省

「平成27年度 内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業」

# 日米のガバナンス構造の差異（1）

機関投資家を意識するようであれば、日米のガバナンス構造の差異を理解することは必至

## 米国のガバナンス構造



## 日本のガバナンス構造

取締役会においては独立社外取締役と執行責任を有する内部取締役が混在したまま執行状況を監督する

- Boardは業務執行責任を有する内部の取締役が中心であり、社外取締役は、社外の目線を入れるという観点根強い（内部取締役が執行と監督の役割を切り分けられるか？）
- 外部性を重要視する監査・指名・報酬は委員会で補完

ガバナンス構造が異なる中で、スキルマトリックスと有効性評価をどのように位置づけ、活用すべきか？

（出所）日本総研作成

## 日米のガバナンス構造の差異（２）

米国では独立社外取締役が、執行状況を「監督」する形態であることが大原則

	米国型	日本型
前提条件	<ul style="list-style-type: none"> <li>執行と監督の分離が<b>定着</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>執行と監督を分離する<b>動きが加速</b></li> </ul>
取締役会のコンセプト	<ul style="list-style-type: none"> <li>独立取締役が主体。また、独立取締役が複数の委員会を分担。<b>コンセプトは「社外取締役で構成される取締役会に社内取締役が情報を入れる」</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>社外取締役の人数は増えたが、コンセプトはあくまでも「<b>取締役会に、外部（社外取締役）の目線を取り入れる</b>」</li> </ul>
取締役会等の人員構成	<ul style="list-style-type: none"> <li>S&amp;P100においては平均10.58名。取締役会全体が12.06名であるため、<b>独立社外取締役の占有率は87.7%</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TOPIX100において社外役員（取締役、監査役）は平均6.85名、取締役会・監査役会全体が16.32名であるため、<b>社外役員の占有率は41.9%</b></li> </ul>
各種委員会	<ul style="list-style-type: none"> <li>社外取締役会が出席する（議長を担う）委員会の数は<b>平均4.58（近年はCSRやRisk、FinanceさらにはInnovationなどを設置する企業が多い）</b> ※指名と報酬メンバーは設置趣旨より一致せず</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>法定（指名委員会等設置会社）、任意も併せても多くの会社は、指名と報酬、監査の3委員会が一般的 ※指名と報酬は同一メンバーであることが一般的</li> </ul>
スキルマトリックスの位置づけ	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>取締役会と複数の委員会が、社外取締役で本当に運営が可能か（能力・スキルが足りるか、委員会とのマッチングが適切か）</b> 確認するために活用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>幅広い議論を可能にするため、取締役会メンバーの網羅性を確認？</li> <li><b>内部昇格取締役が社外取締役と同等の監督能力を有しているか</b></li> </ul>
有効性評価	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>取締役会および各種委員会が、社外取締役が主体で本当に機能しているか</b>を有効性評価により確認する</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役会が本来の「監督」機能を果たしているかを確認するために活用？</li> </ul>

（出所）日本総研作成 なお、各種数値は各社Proxy statement（2018）などより日本総研で簡易分析

## 参考. 米英における会社機関等の状況

### 米英も基本的には構造的には類似している

- 米国のほうが委員会の設置数が多いこと、英国ではChairmanはNon-Executiveから選出されることなどが特徴

	米国 (S&P100)	英国 (FTSE100)	参考：日本 (TOPIX100)
<b>Board構成 (平均人数)</b>	全体：12.06名 ED：1.48 NED：10.58 (NED比率：87.7%)	全体：10.43名 ED：2.60 NED：7.83 (Chairman含む) (NED比率：75.1%)	全体：16.32名 社内：9.47 社外：6.85 (社外比率：41.9%) ※取締役会+監査役会で集計
<b>Non-Executive Directorの平均報酬額 (千円)</b>	NED ベース 12,583 トータル 34,453	NED ベース 14,893 トータル 16,358 ※Chairman含まず (Chairman平均はベース 65,533、トータル68,476)	社外 ベース 13,014 トータル 13,480 ※社外取締役、社外監査役平均
<b>委員会の平均設置数</b>	4.58	3.97	(監査を含めて3以下と想定)
<b>委員会の状況</b>	基本となる委員会 Audit Nomination & Governance Compensation  その他の委員会 (多い順) Finance、CSR、Risk、 Innovationなど ※その他に不定期でExecutive Committeeを 開催する企業も多く存在	基本となる委員会 Audit Nomination Remuneration  その他の委員会 (多い順) CSR、Risk、Finance、 Innovationなど	基本となる組織 監査役会もしくは監査委員会、 監査等委員会 (法定)  その他の委員会 指名委員会、報酬委員会につ いては指名委員会等設置会社 は必至、その他は任意の諮問 機関

(出所) 各国のProxy Statement, Annual reportおよび統合報告書等 (2018年度) より日本総研で簡易集計・分析、金額は円換算

## 参考. 取締役会の構造の違い

「執行」と「監督」の分離により、取締役会は独立社外取締役が圧倒的マジョリティ  
 (そもそも取締役会の設計コンセプトが日米で大きく異なる)

— なお、「執行」と「監督」の分離により、本来は取締役・役員・経営幹部の定義も再整理が必要

	米国型	日本型		
取締役会の コンセプト	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役会は独立取締役が主体。また、独立取締役が複数の委員会を分担。コンセプトは「原則外部の取締役会に社内役員 (CEO)は情報を入れる」</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>社外取締役の人数は増えたが、コンセプトはあくまでも「取締役会に、外部 (社外取締役) の目線を取り入れる」</li> </ul>		
人員構成	<ul style="list-style-type: none"> <li>Director, Chairman</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>President, CEO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>代表取締役</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>社長執行役員</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Director, Lead.Ind</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>代表取締役</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>副社長執行役員**管掌</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Director</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>専務執行役員**本部長</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Director</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Director</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役 (社外)</li> </ul>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Director</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役 (社外)</li> </ul>	
		<ul style="list-style-type: none"> <li>EVP, COO</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>常務執行役員 **本部長</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>EVP, CFO</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>執行役員 **本部長</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>SVP, CRO</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>執行役員 **副本部長</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>SVP, Subsidiary Head</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>執行役員 **部長</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>VP, Marketing</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>執行役員 **担当</li> </ul>

(出所) 日本総研作成

## 参考. 「指名」と「報酬」のスコープ

### 米国においては、「指名」と「報酬」のスコープが異なる

- 日本では「役員」という表現が曖昧なためスコープが曖昧（背景には執行と監督が未分離であることに起因）

	Independent Director	CEO	Executive Officer (CFO, COO, CxO)	Senior Executive
	Board Member			
	Leadership Team			
指名 (Nomination)	Nomination Committeeで議論		Nomination Committeeで議論	
後継計画 (Succession Planning)	取締役会の有効性を担保・維持するため、指名と後継計画が重要なスコープ。また、有効性という観点で評価		取締役会の重要テーマはCEOの選解任であるため指名と後継者計画がスコープ	
評価 (Evaluation)			(CEOに指名権限は委譲されている)	
報酬 (Compensation)	(会社によって異なる)		Compensation Committeeで議論 インセンティブを含めると報酬額が高額な上に、株式報酬が含まれるために議論のスコープは執行サイドに重きが置かれる	

(出所) 日本総研作成

## 参考. 報酬の開示構造の違い

米国ではDirectorとNEO (Named executive officer) のCompensationを別に開示。  
 Directorは全員、NEOはCEO, CFOおよび報酬上位者を個別開示

	米国型		日本型	
典型例	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Director, Chairman</li> <li>• Director, Lead. Ind</li> <li>• Director</li> <li>• Director</li> <li>• Director</li> <li>• Director</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• President, CEO</li> <li></li> <li></li> <li></li> <li></li> <li></li> <li>• EVP, COO</li> <li>• EVP, CFO</li> <li>• SVP, CxO</li> <li>• SVP, Subsidiary Head</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 代表取締役</li> <li>• 代表取締役</li> <li>• 取締役</li> <li>• 取締役</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 社長執行役員</li> <li>• 副社長執行役員 **管掌</li> <li>• 専務執行役員 **本部長</li> <li></li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li></li> <li></li> <li></li> <li></li> <li></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li></li> <li></li> <li></li> <li></li> <li></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 社外取締役</li> <li>• 社外取締役(監査役)</li> <li></li> <li></li> <li></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li></li> <li></li> <li>• 常務執行役員 **本部長</li> <li>• 執行役員 **副本部長</li> <li>• 執行役員 **担当</li> </ul>
報酬水準	S&P100	S&P100	TOPIX 100	TOPIX100
	ベース 12,583千円 総額 34,453千円	ベース 115,271千円 総額 1,183,641千円	ベース 13,014千円 総額 13,480千円	ベース 46,744千円 総額 79,181千円

(出所) 日本総研作成 なお、各種数値は各社Proxy statement (FY2018) などより日本総研で簡易分析



## 参考. スキルマトリックスの作成と活用

日本における取締役会の性質（ハイブリッドモデル）や、実際の運営を考慮するとスキルマトリックスの作成プロセスと活用方法は下記と想定される

	米国型	日本型		
取締役会	<ul style="list-style-type: none"> <li>・モニタリングモデル</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ハイブリッドモデル</li> </ul>		
活用目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>・社外取締役主体で取締役会が運営できるか、各種委員会のアサインメント（複数、議長含む）に際して、適性であるかの確認</li> <li>・ポートサクセッションの議論での活用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役会の責務である監督について、社内取締役が適切に寄与することができるかの確認</li> <li>・社外の視点を入れるうえで、有用と思われる、もしくは現状の取締役会を補完しうるスキルの特定</li> </ul>		
対象者	<ul style="list-style-type: none"> <li>・主に社外取締役</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・社内取締役と社外取締役の双方</li> </ul>		
作成および利用プロセス	Step1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役会および取締役会を補完する、各種委員会とその定員の設定</li> </ul>	Step1	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役会における審議、議決、監督事項の明確化（監督を主体とするという視点で絞込）</li> </ul>
	Step2	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役（リード含む）および各種委員会の議長、メンバーに要求されるスキルの特定</li> </ul>	Step2	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Step1で洗い出した事項を遂行するために必要なスキルやバックグラウンドを抽出</li> </ul>
	Step3	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スキルマトリックスによる各種委員会における社外取締役の議長、メンバーのアサインメント</li> </ul>	Step3	<ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役をマッピングし、不足スキルの特定、補充しうる役員の確保、社外取締役の委員等委嘱</li> </ul>

（出所）日本総研作成

## 今後想定される論点

- ・ **モニタリングモデルへのさらなる移行**  
執行権限を欧米のように委譲することが、制度・運営面で可能か  
社内出身の取締役が「監督」責任を果たせることをどのように示すか  
取締役会への上程事項の減少により適宜開示ルールとの調整が必要
- ・ **さらなる独立社外取締役確保への対応（ボード・サクセッション：長期確保の計画）**  
日本において米国並みの人員（質・量）が確保できるか  
新たな人材要件への対応（スキルマトリックスにCSRやデジタルを追加）
- ・ **取締役（Director）、役員（Officer）、経営幹部（Senior Executive）の再定義**  
再定義後の姿が日本社会（キャリア観、商慣習）でマッチするか  
グループ全体での人材マネジメント(特に、職位、職務およびTitle) の整合性
- ・ **報酬開示のコンセプト整理**  
開示制度も含めて、官民で再検討の余地あり
- ・ **本当にプライム市場の選択が自社にとって適切であるか**  
自社の株主構造、ビジネスモデル等を勘案して冷静に検討すべき