



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

平成30年6月金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告関連の開示充実策について(2)

2020年5月22日(金) 15:05~17:03

オンライン開催

出席者(五十音順)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学大学院人間社会科学研究科実務法学専攻教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科准教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科准教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

【報 告】

平成 30 年 6 月金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ

報告関連の開示充実策（2）

早稲田大学大学院法務研究科教授
若 林 泰 伸

目 次

- | | |
|---------------------------------------|--------------------------------------|
| I. はじめに | 4. 検討 |
| II. CG 情報の構成の変更と内容の充実 | V. 政策保有株式 |
| 1. CG 情報の構成の変更 | 1. 改正前の開示事項とその問題点 |
| 2. CG 情報の内容の充実 | 2. 提言 |
| III. 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供——基本的な考え方 | 3. 改正の内容 |
| 1. これまでの CG 情報提供の趣旨 | 4. 検討 |
| 2. DWG 報告 | VI. 会計監査関係 |
| 3. CG 報告書との棲み分け | 1. 改正前の記載内容と会計監査の在り方に関する懇談会（在り方懇）の提言 |
| IV. 役員報酬に係る情報 | 2. DWG 報告の提言 |
| 1. 改正前の開示事項とその問題点 | 3. 改正の内容 |
| 2. 提言 | 4. 検討 |
| 3. 改正の内容 | 討論 |

○川口 それでは、日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、早稲田大学の若林先生から、「平成 30 年 6 月金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告関連の開示充実策について（2）」として、ご報告をいただきます。よろしくお願いいたします。

○若林 若林でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、早速報告を始めさせていただきます。今回取り上げさせていただくのは、ガバナンスを

中心とした問題です。

I. はじめに

今回の報告の対象は、建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供、提供情報の信頼性・適時性の確保、会計監査に関する情報、それから、本当でしたら開示書類の提供の時期についても取り上げさせていただく予定でしたが、時間がなくて取り上げることができませんでした。申し訳ございません。

それでは、具体的な内容に入らせていただきます。

II. 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供——基本的な考え方

1. これまでのCG情報提供の趣旨

これまでコーポレート・ガバナンス情報（CG情報）について有価証券報告書等で開示されてきたわけですが、この点についてどのような趣旨として捉えられてきたかということです。

（1）金融審第一部会報告「証券市場の改革促進」（平成15年改正）

このレポートを受けて「コーポレート・ガバナンスの状況等」を開示事項として追加したわけですが、金融審の報告における理由付けとしましては、「投資家の信頼が得られる市場を確保する観点から、企業の事業や財務に関する情報の開示に関し、開示すべき情報の充実・強化を図る」ということが挙げられていました。

この平成15年当時、米国でエンロン・ワールドコム事件があって、そういった世相が背景にあったと考えられます。

（2）平成22年改正によるCG体制の開示強化

こちらは、いわゆるスタディ・グループ報告が基になっている部分があります。上場会社等の不祥事、あるいは少数株主等の利益を損なうような資本政策があり、スタディ・グループは、日本企業が内向きの会社経営になっているといったこと、日本株あるいは日本市場の国際的な地位が低下しているといった状況などがあってこのような開示を強化するというような理由付けが、述べられています。

そこでは、「我が国上場会社等において良質な経営を実現するとともに、投資者の信頼を確保していくとの観点」ということが強調されているわけです。

そのレポートを受けた開示府令の解説のところで、立案担当者の説明では、CG情報の提供を強化する趣旨・背景として、過去10年間の企業不祥事

や不正会計の発生がコーポレート・ガバナンスについての投資家の関心を喚起しているということで、そのような開示を強化するということが言われております。

（3）小括

このようなCG情報の開示についての主たる改正についての理由付けを見ますと、企業経営の健全性、特に財務だと思いますが、情報開示の信頼性に係る企業内の体制についての情報を提供することにフォーカスしてきたのではないかと考えられます。ですので、特に経営者に対する監視・監督、そのリスク管理、内部統制、コンプライアンス、あるいは社外取締役・社外監査役、監査制度、そういったところの体制に関する情報の開示が強化されてきたということではないかと思えます。

2. DWG報告

これに対して今回のDWG報告で言われていることは、それとは少々質的に違うところがあると考えられます。すなわち、「資本市場の機能を強化し、国民の安定的な資産形成を実現する観点から、政府においてはコーポレートガバナンス改革に取り組んでおり、……こうした取り組みを受け、投資家と企業との対話をより建設的で実効的なものとしていく観点から、より充実したガバナンス情報が提供されるとともに、提供方法が改善されることが求められる」と述べています。

企業経営の健全性や情報の信頼性ということがこれまで言われてきたわけですが、そうではなくて、市場機能の強化や投資家と企業との対話を建設的で実効的なものにしていくといった観点が強調されているということです。

もちろん、このような観点が強調されるとしましても、企業の健全性とか情報開示の信頼性の確保ということのないがしろにすることでは決してないと思いますが、開示情報の向きというか、スタンスというかに影響があることとなりますので、企業として任意に記載すべき情報が非常に多いわ

けですけれども、そのバランスをどうやってとっていきのかというところが企業の課題になってくると考えられます。

Ⅲ. CG 情報の構成の変更と内容の充実

1. CG 情報欄の構成の変更

CG 情報欄の構成が若干変更されています。

〔改正前の構成〕

第一部 企業情報

第4 提出会社の状況

- 4 株価の推移
- 5 役員の状況
- 6 コーポレート・ガバナンスの状況等
 - (1) コーポレート・ガバナンスの状況
 - 企業統治の体制の概要、内部監査および監査役監査の組織、人員等
 - 役員報酬
 - 株式の保有状況
 - (2) 監査報酬等の内容等

このような改正前の状況から、4の「株価の推移」が、第1【企業の概況】の1【主要な経営指標等の推移】へ移動し、5の「役員の状況」が6の「コーポレート・ガバナンスの状況等」の中に移動して、次のような形で整理されました。

〔改正後の構成〕

第一部 企業情報

第4 提出会社の状況

- 4 コーポレート・ガバナンスの状況等
 - (1) 【コーポレート・ガバナンスの概要】
 - (2) 【役員の状況】
 - (3) 【監査の状況】
 - (4) 【役員の報酬等】
 - (5) 【株式の保有状況】

どういう理由付けでそのように変更したかということですが、DWG 報告では、「企業価値の適切な

評価や、投資家と企業との建設的な対話を促す上で、ガバナンス情報が分かりやすく投資家に提供されることは重要である。投資判断に必要と考えられるガバナンス情報は、有価証券報告書において適切に開示される必要があり、コーポレート・ガバナンス報告書に記載されるガバナンス情報によって補足される……」と位置付けています。そのような観点を踏まえ、「有価証券報告書とコーポレート・ガバナンス報告書それぞれにおけるガバナンス情報の充実・整理」、それから「有価証券報告書とコーポレート・ガバナンス報告との間の記載内容の整理」を行うと述べています。

有価証券報告書における情報の充実・整理については、ガバナンス情報の総覧性を高めるということが強調されているわけです。そういう観点から、ガバナンスの状況等の前にあった項目をガバナンス状況等の中に位置付けて、ガバナンスとしての総覧性を高める、全体の情報が分かるように位置付けるという形での改正が行われたということです。

2. CG 情報の内容の充実

(1) DWG 報告

「企業統治の体制の「概要」については、ガバナンス情報の充実を図る観点から、提出企業の機関設計に応じ、取締役会や委員会等の構成（名称、人数、メンバー、社内・社外役員の別、委員長の属性等）、委員会の設置目的、権限等を記載すべきである」と。また、取締役会や委員会等の活動状況についても具体的な記載を求めるとのことですが、「監査役会等については、その活動の実効性を判断する観点から有価証券報告書においてその活動状況の記載を求めるとのこと。他方、「取締役会や委員会等（監査委員会及び監査等委員会を除く）については、企業間で相当なバラつきがあると見込まれ、まずはコーポレート・ガバナンス報告書における記載の充実を促す」というふうな形で整理されています。

(2) 改正の内容

①改正点の概要

まず、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方の記載を要求することにしたということです。

また、企業統治の体制の「概要」において、提出企業の機関設計に応じて、取締役会や委員会等の概要——名称、目的、権限、構成員の氏名等々について記載を求めることになっています。

また、「財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針」については、「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」からコーポレート・ガバナンスの状況等の「概要」のところに移動することになっていまして、監査役監査の状況として、監査役及び監査役会の活動状況の記載を求めると。これは後ほど会計監査のところでも述べますけれども、そういった形での記載が追加されることになっています。

②記載上の注意の内容

記載上の注意(54)のコーポレート・ガバナンスの概要のところ、第一に基本的な考え方を記載するというので、前述のように、体制の概要として機関の名称等々の記載を要求することになっています。それから、支配の在り方に関する基本方針については、こちらの方に位置付けられることになっています。

(55)役員状況についても記載することが求められることになっていまして、こちらは改正前の状況と変わらないということです。

(3) コメント

基本的な考え方について記載を求められるようになったということが、大変重要な点なのではないかと思えます。

CGコード原則3-1による開示がこれに該当するものということで、そちらで書かれている内容と同程度の記載が有価証券報告書にも求められることになっていますので、企業によっては、そのま

ま有価証券報告書の方に記載することになるかもしれないということです。

有価証券報告書の作成要領が財務会計基準機構から出ていまして、捉え方についてのサジェスションがなされています。それによりますと、コーポレート・ガバナンスについて、「有価証券報告書においてその状況を記載する場合には、企業統治という観点から、企業（特に公開会社）が、業務執行者に対するモニタリングやコントロールをどのように行うべきかということを中心に据えて、ステークホルダー（株主、債権者、従業員等の利害関係者）の会社経営への影響の及ぼし方、業績改善のための内部組織の問題なども含めて捉えることが適当であると思われる」と記されていて、広く捉えることができるようなサジェスションがなされているということです。

加えて、前述のように、「財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針」についての記載もなされることになりますので、それぞれの会社が考えているコーポレート・ガバナンスについての基本的な考え方がいろいろな形で出てくる可能性があるということです。

それを受けて、その会社がコーポレート・ガバナンスの具体的な制度や機関の在り方、あるいは行動の仕方などをどのように位置付けているのかに影響してくるのではないかと思います。

3. CG 報告書との棲み分け

(1) DWG 報告

CG 報告書との棲み分けについても言及されています。

書類間の記載内容の整理については、有価証券報告書の記載情報の重要性・信頼度の高さといったことが指摘されていて、CG 報告書の方は、記載情報の充実度・更新頻度、あるいは優れた検索機能の利便性といったそれぞれ特徴がありますので、それを勘案して整理するということが言われています。

CG 報告書については、一定の問題点が見られる

といった指摘がなされていますし、作成する企業側からは、やはりそういった重複があることは負担であるといったことが言及されています。

(2) コメント

この点について、有価証券報告書は法定開示ですので、CG 報告書の記載を理由にしてその内容を減らすということは、理由付けとしては難しいのではないかと思います。現在、CG 情報の重要性、充実の必要性が非常に強調されている中で、有価証券報告書の CG 情報について減らしていくということは少し考えにくい状況ではないかと思います。

そうだとすると、仮に減らすなど何らかの対応するのであれば、CG 報告書の方で何らかの対応することになる可能性があるのではないかと考えられます。

記載内容の重複があり得るということで、先ほど基本的な考え方についてもそのような可能性があるということ述べましたが、CG 情報という同一の対象を扱い、かつその読む対象が投資家・株主ということですので、重複が出てくるのはやむを得ないことではないかと思います。そのうえで、各報告書の目的・性格等による差別化を今後図っていくことが、場合によっては必要になってくるかもしれないということです。

CG 報告書は、ご承知のとおり、CG コードによる開示事項が記載されるということがありますが、東京証券取引所の Web サイトを見ますと、CG 報告書の意図として、上場会社のコーポレート・ガバナンスの充実という明確な目標を持って報告書の作成を要求しているということが示されています。そのような目的で経営者が情報開示に責任を持って取り組み、意識を持つこと。それから、独立性のある社外人材の活用を促すということが、CG 報告書の意図として明示されています。そのような形で CG 報告書という開示書類によって、ガバナンスの充実という目的に誘導するという意図を明確にしています。

それに対して、有価証券報告書もちろんそのような意図のある部分もあると思いますが、むしろどちらかというと投資判断資料の提供という客観的な目的のほうに、軸足がこれまでであったと思います。その部分は、記載の正確性とか客観性を確保する必要があると思われま

す。それから、CG 情報の比較可能性の向上ということが東証の Web サイトでは言われていまして、先生方も「コーポレート・ガバナンス情報サービス」をご覧になったことがあるのではないかと思います。非常に詳細な検索のための選択肢が付されていて、非常に便利な検索ができるようになってい

IV. 役員報酬に係る情報

1. 改正前の開示事項とその問題点

(1) 改正前の開示事項

改正前は、役員報酬に係る情報として、報酬等の額又は算定方法の決定に関する方針、役員区分ごとの報酬総額、報酬種類別の総額、対象となる役員の員数、連結報酬総額 1 億円以上の役員の提出会社役員及び連結子会社役員としての報酬総額並びにそれらの報酬の種類別の額、といった開示項目が挙げられていました。

(2) 問題点

この点について、DWG 報告では問題点として次のように指摘されています。すなわち、「固定報酬と業績連動報酬の構成割合や、業績連動報酬の額の決定要因等、報酬プログラムの基本的内容が分かりづらい」「企業戦略の達成の確度を計る観点から必要な経営戦略の達成度と報酬のつながりが、報酬決定の際の KPI を含めて十分に説明されてい

ない」「連結報酬総額1億円以上の役員に関する報酬総額等の開示について、企業価値の向上に貢献した経営陣に対してそれに見合った報酬を提供していくべきとのコーポレートガバナンスの要請に合ったものとなっていないのではないか」といった問題点が指摘されています。

2. 提言

そこで、具体的な改正の提言を見てまいります。

役員報酬の開示内容の改正として、「経営陣の報酬内容・報酬体系と経営戦略や中長期な企業価値向上との結び付きを検証できるよう、役員報酬の開示プログラムの開示において、固定報酬、短期の業績連動報酬（賞与）、中長期の業績連動報酬（ストックオプション等）それぞれの算定方法や固定報酬と短期・中長期の業績連動報酬の支給割合、役職ごとの支給額についての考え方を定めている場合にはその内容など、報酬の決定・支給の方法やこれらに関する考え方を具体的に分かりやすく記載することを求めるべきである。また、役員報酬の算定方法に KPI 等の指標が関連付けられている場合には、その指標と指標の選定理由、業績連動報酬への反映方法や、報酬総額等を決議した株主総会の年月日等についても記載されるべきである」と述べられています。

次に、報酬実績の開示として、「実際の報酬がプログラムに沿ったものになっているかや、経営陣のインセンティブとして実際に機能しているかを確認できるようにするため、海外における開示も参考に、トータルシェアホルダーリターンなどとも関連付けながら報酬プログラムに基づく報酬実績について、当期の報酬額に決定した理由、当期の KPI の目標値と実際の達成度、固定報酬と業績連動報酬の支給割合を定めていない場合には当期の支給割合の実績、役職ごとに支給された報酬の状況等が開示されるべきである」と述べられています。

報酬決定の機関やそのプロセスの開示として、「報酬決定プロセスの客観性・透明性のチェック

を可能とするため、算定方法の決定権者、その権限や裁量の範囲、報酬委員会がある場合にはその位置付け・構成メンバー等の情報とともに、その実効性を確認できるよう、取締役会・報酬委員会の具体的活動内容などについても開示を求めるべきである」とされています。

役員報酬の個別開示として、「連結報酬総額1億円以上の役員に関する報酬総額等の個別開示を求める現行制度については、企業価値の向上に貢献した経営陣に対して、それに見合った報酬を提供していくべきとのコーポレートガバナンス上の要請に合ったものとなっていない可能性があり、再考の余地がある。個別開示を求める制度を見直すに当たっては、報酬水準を基準に区切るのではなく、CEO や代表取締役などの一定の役割を果たす者や、報酬額上位から一定数の者について開示を求めることが、報酬の適切性を検証する上で必要との意見があった。一方、我が国企業の役員報酬の水準が諸外国と比較して低いことや、報酬の内容や決定方針等に関する開示が充実すれば報酬の適切性を検証することが可能となりうることから、個別開示の対象を拡大することは必ずしも重要ではないとの意見もあった」ということです。

以上を受けて、「まずは、役員報酬プログラムの内容の開示の充実を図り、その上で、報酬内容と経営戦略等との整合性の検証の進展や、我が国における役員報酬額の水準の変化等を踏まえながら、必要に応じて個別開示のあり方について検討すべきである」と結論付けられています。この点については、特に1億円以上という部分についてはそのままということになっています。

3. 改正の内容

先ほど確認しましたとおり、【コーポレート・ガバナンスの状況等】の中に【役員の報酬等】を位置付けるという形で、総覧性を高めるとの構成の変更が行われています。

届出書の方ですけれども、記載上の注意(57)における主な改正点は次のとおりです。

れています。

(1) 業績連動報酬の開示

業績連動報酬と業績連動報酬以外の報酬等の支給割合の決定に関する方針(a)を定めているときは、その当該方針の内容、それから当該業績連動報酬に係る指標、当該指標を選択した理由、当該業績連動報酬の額の決定方法を記載すること、が求められています。

業績連動報酬が含まれる場合(b)については、その指標の目標と実績について記載をすることが求められることになっています。

(2) 報酬額・算定方法に関する役職ごとの方針の開示

提出会社の役員の報酬等の額又はその算定方法の決定に関する役職ごとの方針を定めている場合には、当該方針の内容について記載することとされています。

(3) 株主総会決議の年月日・決議内容の開示

提出会社が指名委員会等設置会社以外の会社である場合、役員報酬等に関する株主総会の決議があるときには当該株主総会の決議年月日及び当該決議の内容について開示し、決議がないときは、定款に定められている事項を記載することになっています。

(4) 役員区分ごと報酬実績の開示についての改正

役員の区分ごとというのは、取締役、監査等委員、監査役、執行役、それから社外取締役・社外監査役をまとめて、社外役員ということで区分されています。

改正前は、報酬等の総額、それから報酬等の種類別(基本報酬、ストックオプション、賞与及び退職慰労金等の区分)の総額、対象となる役員の員数となっていました。改正後は、報酬等の種類別が、報酬等の種類別(例えば、固定報酬、業績連動報酬及び退職慰労金等の区分)の総額に変更さ

(5) 報酬決定プロセスの開示

報酬等の額または算定方法の決定に関する方針の決定権限を有する者については、その者の氏名又は名称、権限の内容、裁量の範囲を記載することとされていまして、決定に関与する委員会が存在する場合には、その手続の概要、それから、最近事業年度の提出会社の役員の報酬等の額の決定過程における提出会社の取締役会(指名委員会等設置会社にあつては報酬委員会)及び委員会等の活動内容についても記載することになっています。

4. 検討

(1) 役員報酬の開示内容

「経営陣の報酬内容・報酬体系と経営戦略や中長期的な企業価値向上との結び付き」について、そこをしっかりと意識した報酬の開示をする必要性があるということが冒頭で強調されていましたが、この点は極めて多様な内容となり得るのではないかと考えられます。

ただし、今回の開示府令の改正の趣旨に照らしますと、経営者に対してどのように目標を設定して、その目標の下でどのようなインセンティブが与えられているかがある程度分かるような記載が、少なくとも求められるのではないかと思います。

報酬プログラムの基本的な内容が分かりにくいということを受けて、種類別の区分が変わったわけですが、具体的にどういう感じで開示されているかが論文等で書かれています。それによりますと、固定報酬と業績連動報酬の割合に関する決定方針を定めているという、そういうベーシックな開示例があるということです。

それに加えて達成度を書いて、それによって報酬等の変動がどれぐらいになるかということ、百何十%から下が何%という形で増減をレンジで示すパターンのもや、業績連動報酬の内訳を含めた構成割合に関する方針を定めている開示例が出てきていると指摘されています。

特に重要であると考えられるのが、業績連動報酬の方ですけれども、業績連動の指標としてどういものが挙げられるかがいろいろ挙がっています。

定量指標としては、収益性（営業利益等）、効率性（Return on…）、成長性（売上高等）、株価・TSR（株主総利回り）、配当性向、従業員賞与との格差などの指標が考えられるということです。ただ、収益性や効率性や成長性といったあたりの指標が非常に多くて、株価等の指標が非常に少ないといった指摘がなされています。

定性指標の方ですけれども、これは個人別の査定が非常に多いということでも、あとは ESG についての指標を定めているところが増えてきているという指摘がなされています。

定性評価についての評価に係る明確な指標がないときには、定性評価を行う項目名等を記載することが求められることになっています。

そのような業績連動指標というのは、選択した理由についても記載することにされているわけですが、どうも実務的にはまだその点についての記載が十分でない企業もあるということが示されています。

（2）報酬実績の開示

この点との関係で若干触れておく必要があると思われるのは、最近5年間の株主総利回りの開示というのが、「主要な経営指標の推移」の部分に新設されることになりまして（2号様式第一部第1・記載上の注意(25)f）、株価の推移と株主総利回りの開示が行われることになりました。

ですので、前の方から見ていくとしますと、株主に対するリターンがどれぐらいあるかといった指標を見つつ、報酬の方についても見ていくことができるようになってきているということです。

報酬実績の開示の意義ですけれども、経営者が報酬等にふさわしい業績を上げたかどうか、方針に従って報酬等が適切に付与されたかどうかを検証する必要があると考えられるわけですが、仮

に報酬等の実績が適切でないということになりますと、方針や具体的な付与手続を見直すことが必要になってくると考えられます。

それから、役員区分ごとの開示ですけれども、前述のように、報酬プログラムの基本的内容が見えにくいということで廃止されまして、今回の改正の趣旨に照らしますと、どのようなインセンティブが与えられるかということで、特に固定報酬、業績連動報酬の割合や内容といったものが重要になってきます。ただ、例示になっているということでも、従来と違って、その部分を原則としてそのとおり書くということではなくて、あくまでも企業の報酬の方針に照らして考えていくということになってくるのではないかと思います。

それから、業績連動報酬については、目標と実績の双方について記載をすることで検証が容易になるということでも、目標については、目標設定の考え方や達成率等についても開示をするということです。役位別・個人別に設定されている場合は、その方法によって記載をすることが求められるということです。

中長期の企業価値の向上との関係では、中長期の業績連動報酬について記載をすることになりますが、この点については、中長期ということですので、まだ実績が確定していない場合に開示が求められることもありますので、その場合は、実績が確定していない旨の記述をすることになります。

それから、問題点として、固定報酬と業績連動報酬の区分けが必ずしも適切に行われていないのではないかとということが論文等で指摘されています。前年度の業績を基に翌年度の基本報酬の増減をするという形態で報酬を与えている場合に、一見してこれは業績連動報酬と見えるわけですが、多くの企業が固定報酬に分類しているということです。そうすると、結局、適切な区分けになっていないのではないかとということが疑われるわけです。

（3）役員報酬の個別開示

それから、個別開示ですけれども、任意に開示

することは差し支えないわけですが、連結報酬総額1億円以上の報酬受領者の開示に限ることは引き続き可能です。

個別開示の必要性が強調される場面というのは、恐らく経営者の個性が非常に強くて、当該経営者独自の報酬体系を設定する必要性が高い場合に、この人にこういう報酬をあげるのだということが求められる場面なのではないかと思えます。そういう場合でなければ、多くの日本企業は、まだ役職ごとの開示で足りる場合が多いのではないかと推測されます。経営者市場の流動性が高まってくれば、個別開示の必要性も恐らく高まってくるのではないかと思えますが、いずれにしても、1億円が一定のバーになっていて、そこを超えないようにあえてインセンティブを抑えるというふうな開示をする問題点というのは、引き続き残ることになるかと思えます。

(4) 報酬決定プロセスの開示

報酬委員会(法定・任意)の設置は徐々に増えてはいるということですが、全上場会社で見ますと、2019年7月現在で35.6%と、まだそれほど高まっていないという状況にあります。

報酬委員会の構成ですが、任意設置の報酬委員会で過半数が社外取締役の会社については一部上場会社の60.6%、委員長が社外取締役の会社は一部上場会社の49.2%となっています。

報酬決定プロセスに関しては問題点を2点指摘しています。1点目は、役員報酬決定に外部のコンサルタントを利用する場合に、そのコンサルタントを経営者が会社の人事システムの設計等でも使っているというケースがあると考えられます。その場合、役員報酬決定のコンサルタントとしては少々問題があると考えられますので、本来的には、そこについてもきちんと開示すべきではないかと思えます。

2点目は、報酬委員会には限らないわけですが、相互に社外独立役員を派遣し合うというパターンが考えられるわけです。特に米国などでは、報酬

委員会のメンバーを相互に派遣し合っているという場合が問題視されています。こういった点についても、日本では、議決権行使との関係で問題視されていますけれども、開示の局面でも、そういったことが本来的には問題になるのではないかと思われます。

(5) その他

いわゆるクローバック条項とかマルス条項とか言われているようですが、報酬返還について記載する必要性があるかどうかということが問題になってきます。実務的には、日経平均株価(日経225)を構成する3月決算企業187社中のうち12社と、まだ多くないようです。ただ、業績連動報酬の割合が高まってくると、財務報告を中心とした不正の危険性が高まるというふうを考えられますので、そういった会社を中心に報酬返還の方針について決定する、あるいは任用契約等に記載するなどといった対応が必要になってくるのではないかと思われます。

それから、例の日産のケースで、フリンジ・ベネフィットについていろいろ問題が指摘されていたのではないかと思います。こういったものも、特に額が非常に大きいようなものと、開示対象になってき得るのではないかと思いますけれども、どうもまだ日本では開示されていないように見受けられます。

V. 政策保有株式

1. 改正前の開示事項とその問題点

改正前は、政策保有株式のうち資本金の1%超の銘柄(当該銘柄が30銘柄未満の場合は、保有額上位30銘柄)について、銘柄名、銘柄ごとの保有株式数・貸借対照表計上額・保有目的を有価証券報告書に記載することとされていました。

ただ、政策保有株式については、企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないかと、あるいは資本効率が低いといった指摘がありまして、政策保有株式に関する情報は、投資判断、株

主・投資家との対話の双方において重要という指摘がなされています。

その開示情報については、保有目的の説明が定型的で抽象的である、あるいは保有の合理性効果が検証できない、中長期的な企業価値向上につながる可能性が必ずしも高くない、一方で少数株主軽視や資本コストに対する意識の低さにつながるリスクが高い、といったことが指摘されています。保有目的、効果、合理性等について詳細な開示を求める意見が多く出されたということです。

それから、以下の点が指摘されています。1 銘柄当たりの保有株式数・保有額が小さいものについては開示対象になっていない。変動があった場合に異動状況が把握できない。政策保有目的であるにもかかわらず、純投資に区分されている。純投資として保有する株式・債券・その他有価証券に関する情報が減少している。政策保有目的のみならず、純投資目的の株式・債券・その他有価証券についても開示されることが望ましい。以上のような点です。

2. 提言

そこでどういった提言がなされたかということですが、政策保有に関する方針や効果は具体的かつ十分に説明されるべきである。そして、政策保有株式の保有について、その合理性を検証する方法や取締役会等における議論の状況について開示を求めるべきであるということが提言されています。

また、個別の政策保有株式の保有目的・効果について、提出会社の戦略、事業内容、セグメントとの関連付け、定量的な効果も含めてより具体的に記載することが求められるということが提言されています。

それから、その開示の充実を図るべき事項として、増減した銘柄数、売却・買増しした株式それぞれの合計金額、買増しの理由等の記載を求める。開示対象となる銘柄数を増やす。純投資と政策投資の区分の基準や考え方の明確な説明を求める。

純投資対象の株式等についても開示を求めるということが言われています。

さらに、保有している株式の相手方に保有されている株式について記載をすることも求めるということが言われました。

3. 改正の内容

保有目的が純投資目的であるか政策保有株式であるかの区分の基準や考え方を記載することが求められるようになりました。また、政策保有株式について、保有方針、保有の合理性を検証する方法、取締役会等における検証の内容について記載をすることとなりました。

非上場株式とそれ以外の株式に分けて、銘柄数・貸借対照表計上額を記載する、こちらは改正前から変更がないわけですが、株式数が増加した場合・減少した場合それぞれについて銘柄数・合計額、それから増加した場合については増加の理由も、求められることになっています。

政策保有株式・みなし保有株式について、資本金の1%超の銘柄というのは改正前から変わらないわけですが、30銘柄から60銘柄に2倍になっています。特定投資株式とみなし保有株式に区分して、銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的については改正前から変更ありませんが、特に提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容及びセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果、株式数が増加した理由、当該株式の発行者による提出会社の株式の保有の有無、以上を開示することが求められることになりました。

さらに、純投資目的の株式について、非上場株式とそれ以外に区分して、銘柄数についての開示を求めることが追加されています。

4. 検討

(1) 定義

まず、純投資目的と政策保有株式の違いですけれども、純投資目的を定義して、それ以外が政策保有株式ということになっています。純投資目的

は、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とする場合と定義されています。それ以外が政策保有株式ということになります。

企業によっては、ひょっとしたらいろいろな目的で保有するものが政策保有株式の方に全部入ってくるということになる可能性があると思われま

(2) 政策保有株式の縮減に向けた取り組みと開示

①改訂 CG コード

ご承知のとおり、CG コードが改訂されたわけですから。コードは、明らかに縮減という言葉を使って、政策保有株式を減らす方向性で政策的に誘導していきまして、そこの中で方針の開示ということが言われています。また、こういった保有が妥当かどうかを検証し、検証の内容について開示するということも言われていました。

それから、議決権行使についても基準の策定・開示、それに沿った対応というのがコードの方でも求められているということです。

②改訂 CG コード後の政策保有株式の全般的な減少傾向

コードによって、政策保有株式は全般に次のような減少傾向にあることが指摘されています。

日経 225 構成銘柄

銘柄数平均 5.64 銘柄、中央値 2.00 銘柄の減少

増減なし：29 社 (14.36%)

増加：37 社 (18.32%)

貸借対照表計上額平均約 220 億円減少、中央値約 37 億円の減少

増加または増減なし：19.31%

(3) 政策保有株式・純投資目的の株式の開示

①区別する基準

区別する基準が曖昧であれば、政策効果が薄れてしまいかねないわけですし、結果として、政策保有株式だけではなく、純投資目的の株式についても開示せよと要求しやすくなるのではないかと考えられます。合理性のない基準で開示をしたということになりますと、場合によってはミスリーディングな開示になってくると考えられます。

政策保有株式と純投資目的の株式について、金融庁の定義をそのまま使って開示をしているという会社もありますが、他方で、企業価値の向上、事業上の戦略、取引関係の維持・強化、あるいは地域への発展貢献などといったことを目的として、政策保有株式を保有していることを明示している会社もあります。

②政策保有株式

増減に関する開示は、前述のように、増加については理由を記載する形になっていきまして、基準では、縮減とはうたっていませんけれども、政策の方向としては縮減を明らかに目指していると考えられます。

開示対象の拡大もされているわけですが、保有株式数・保有額が小さいもの、開示基準に満たない銘柄まで開示義務化をするということで、情報開示の理論的な枠組みからしますと、重要性ということでは必ずしも開示をする必要性がないものについてまで政策的な誘導をするという観点から、このような取扱いにしているものと考えられます。

③純投資目的の株式

他方、純投資目的の株式については、それを開示する理由は何かということが問題になると思いますが、DWG 報告では、その重要性を考慮しつつというふうに書いてありまして、その部分、重要性以外の要素が何かあるのかということが問題になってくるのではないかと思います。

(4) 取締役会での検証

これは CG コードと同じ内容の検証で良いとい

うことです。検証の方法をしっかりと具体的に記述する必要があるということとして、前述の何点かの基準などをしっかりと開示する、それから、取締役会でどういう議論が行われたか、そして具体的に結論、保有の適否についての結論を記す必要があるということです。

VI. 会計監査関係

1. 改正前の記載内容と会計監査の在り方に関する懇談会（在り方懇）の提言

①コーポレート・ガバナンスの状況、②監査報酬等の内容、③監査公認会計士等の異動に関する情報というのが、改正前にはこういう形（レジュメ17頁）で、有価証券報告書に記載されていたということです。

在り方懇では、企業の適正な監査の確保に向けて監査人とどのような取組みを行っているか、監査人をどのように評価しているかの開示を充実させるべきであると。そして、監査人の独立性評価に必要ないわゆる監査人の継続監査期間を有価証券報告書において開示することを提言しています。

2. DWG 報告の提言

これを受けて、DWG 報告の提言としましては、監査人の人事と報酬等、それから業務内容についての記載を要求するというので、企業が適正な監査の確保に向けて監査人とどのような取組みを行っているか、監査役会等による監査人の選任・再任の方針及び理由並びに監査人監査の評価、監査人の継続監査期間、監査業務と非監査業務に区分したネットワークベース別の報酬額・業務内容を記載するということが言われていまして、ネットワークベースの報酬額・業務内容については、企業側の負担も勘案し、重要性も考慮しながら記載すべきであると言われていまして、

会社法上開示されている事項としまして、監査人の解任・不再任の方針、監査役会等が監査報酬額に同意した理由、監査人の業務停止処分に係る事項について開示されるべきである、と。

監査役会等の活動状況ですが、監査役会等の開催頻度・主な検討事項、出席状況、常勤監査役の活動等についての開示を求めるといことが提言されています。

3. 改正の内容

(1) 記載場所の変更

改正前は【監査報酬等の内容】という項目だったのですが、それが【監査の状況】として報酬等に限らず記載するというにされました。また、異動の状況は、改正前は経理の状況のところに入っていたのですが、それを【監査の状況】の方に移すということが行われています。

(2) 記載内容

以下のものが記載内容として追加されました。

- ①監査役及び監査役会等の活動状況（監査役会等の開催頻度、主な検討事項、個々の監査役等の出席状況、常勤の監査役の活動等）
- ②監査人の継続監査期間
- ③監査人を選定した理由、監査人の解任・不再任の方針、監査役会等が監査報酬額に同意した理由、監査人の業務停止処分に係る事項
- ④監査役会等が監査人の評価を行った場合には、その旨及びその内容
- ⑤監査報酬と非監査業務に区分したネットワークベースの報酬額・業務内容

4. 検討

(1) 監査役会等の活動状況等の記載

改正前は、社外取締役・社外監査役やその監督・監査に関して、内部監査、監査役監査等、会計監査との連携について、それから内部統制部門との連携状況について記載することが求められていまして、社外役員による監督・監査にフォーカスした記載事項が求められていました。

今回の改正により、監査役会等の活動に関する基礎的な情報から開示をすることが求められるよ

うになっています。

監査役会等での主な検討事項としては、法定の監査報告書等に記載する内容、各社においてその年の重点的な監査項目とされているような事項、それから、主要な検討事項（KAM）に関するコミュニケーションについて記載をすることが考えられるということが指摘されています。

常勤者だけではなく、非常勤者の活動についてもきちんと記載すべきであるということです。

（2）記載内容に責任を持つ者と確認書

こういった監査役会等の活動についてですが、基本的には、監査を行う機関が記載内容について責任を持つべき内容かと思えます。この点、以後の確認書の方では、経営者とその記載内容の適正性を確認することになっています。ですから、通常の場合は、監査機関が記載した内容について経営者として適正性があるかどうかを確認することになるかと思えます。ただ、経営者と監査機関との見解に相違がある場合がひょっとしたら出てくるかもしれません。そういう場合は、確認を行った範囲を限定して、理由を付して確認書を提出することになるのではないかと思います。ただ、この点についてはよく分かりません。

（3）ネットワークベースの報酬額・業務内容

開示府令を見る限りでは、いわゆる4大監査法人とそのグループ企業を念頭に置いた開示が行われていまして、監査人の独立性の確保ということがよく取り上げられています。そうしますと、連結子会社等まで含めると、非常に多様なグループ企業と関わっている可能性があるわけですが、その開示を行う企業の負担と重要性の双方で絞り込むとされています。ですので、開示する企業としましては、企業グループからその情報を集めることが必要になってくると考えられます。

重要性の方で絞り込むということですが、量的な重要性で絞り込むと、監査人の独立性を損なう情報が開示されないおそれがあるのではない

かと思われます。開示の趣旨が、独立性の確保や、あるいは監査人に対する圧力防止だとすると、その趣旨が重要性のところとどのような関係性に立つかということが問題になってくるのではないかと思います。

（4）継続監査期間

同一の会計士の監査が継続しているかどうかを開示させるというのが趣旨であるということです。

ご承知のとおり、日本はローテーション制度が入っているわけですが、会社によっては、非常に長期の継続監査期間を持っている監査法人もあるようでして、30年以上、46年とかの継続監査期間のある企業もどうもあるようです。そういう場合にローテーションをするといっても、監査法人の中で関係者の間でローテーションをするというようなことがなきにしてもあらずということのようです。監査対象企業の情報を引き継ぐという観点からはメリットがあるのかもしれませんが、果たしてそれでローテーション制度の趣旨に合致しているのかどうかというところは、若干問題があるかもしれないと思います。

（5）適正な監査の確保と監査人の責任追及訴訟への開示の影響

今般の開示府令の改正を受けまして、「対話」ということが行われますので、投資家・株主から業績の向上やリターンの増大といったプレッシャーがかかってくることは考えられます。また、経営者に対して、特に業績連動型の報酬を与えるということになりますと、不正のリスクが高まる可能性があるとも考えられます。

会計監査についての開示情報を充実させるというのは、そういった適正な監査を確保するという観点から非常に重要であると考えられるわけです。車の両輪といいましょうか、一方でそういうインセンティブを与えられ、他方で監査をしっかり行わせる、それによって不正を防ぐといったことと両輪で考える必要があるということかと思いま

す。

そういった監査をめぐる状況がいろいろ情報として出てくると、より適切な監査体制をつくって、関係者間で連携をして、そして適正な情報開示に努めていくということになる効果があると考えられます。従来の監査人は、非常に地位が不安定で責任が追及されやすい立場にあったと考えられますが、そういったことを地道にしっかりとやっていくことで訴訟対策にもなるのではないかと思った次第です。

時間が超過してしまいました、大変申しわけございません。ご指導いただければ幸いに存じます。どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○川口 ご報告ありがとうございました。

それでは、質疑応答に移りたいと思います。どの点からでも結構ですので、自由にご発言いただければと思います。よろしくお願ひします。

#### 【有価証券報告書とコーポレート・ガバナンス報告書】

○川口 それでは、皆さんに考えていただいている間に、まずは私から、総論的なお話をお聞きます。ご報告の冒頭で、コーポレート・ガバナンス体制の開示については、有価証券報告書とコーポレート・ガバナンス報告書の2つのものがあり、それぞれの趣旨が違うというお話をされていたかと思ひます。そこで、趣旨が違うということから、具体的な内容も変わるべきか、ということをお尋ねします。

書類を作成する企業からすると、似通ったことを書かなくてはならないということになりそうなのですが、制度の趣旨からして、内容は異なるべきなのか、あるいは同じでもよいものなのでしょうか。後者であれば、2つのものを作成する意義が問われることになりそうです。

○若林 有価証券報告書については、川口先生もご承知のとおり、投資判断情報を提供するというのが基本にあると思ひます。今回の開示府令の改正のところも、前回の研究会で少しお話しさせていただいたと思ひますが、投資家との間の建設的な対話に資する開示を求めるといふ形で整理されていまして、結局、基本はやはり投資判断資料を提供するといふところがまずしっかりあって、そこに政策的にどのように情報を付け加えていくか、開示を促していくか、そういう形であると思ひわれます。

CG 報告書の方は、いろいろな見方ができると思ひます。ですので、作成を求めている主体が証券取引所といふところが一つ重要なポイントであると思ひれまして、証券取引所の政策として、上場会社に対する政策としてどのようなスタンスを求めるといふことを反映できるような性格を持っているところがあると思ひます。先ほど申し上げた CG 報告書の意図としても、東証は上場会社のコーポレート・ガバナンスの充実といふことをしっかり要求する、そういう目的でこの報告書の作成をお願いしていると述べていますので、その点はやはり大きな違いがあるといふふうに思ひます。

現在、有価証券報告書の方で EDINET で検索する場合と、CG 報告書で検索する場合とで、その検索をする項目も違っております。あるいは DWG 報告や DWG での議論で指摘されていましてけれども、情報更新の頻度が違うといふ点があり、そういった利便性の違いをどうとらえるか、といったところにも影響しているのではないかと感じています。

○川口 ありがとうございます。趣旨・意図が違うといふのは分かったのですが、具体的に内容も変わり得るのかといふをお聞きしたかったところです。

○若林 コーポレート・ガバナンスの充実を促すといふ観点から考えたときに、それでは具体的にどのような内容のガバナンスを求めるといふところの考え方によるのではないかと思ひます。

ですから、株主・投資家が求める情報として、有価証券報告書の方では、基本は投資判断情報の提供で、対話に資するような内容のものを求める。そこからさらに踏み込んで対話を目的とするとか、あるいはガバナンスに直接役に立つような情報を求めるとか、そういうことになってきますと、内容的に違いが出てくる可能性があるのではないかと思います。

○川口 ありがとうございます。この後、ご自由にご質問、ご議論いただければと思います。よろしくをお願いします。

#### 【対話に向けた情報の提供】

○久保 私もちょっと総論的な質問をさせていただきたいと思います。ご報告の中で、コーポレート・ガバナンスに関する情報として提供する内容が、今回の DWG 報告の中では今までとちょっと変わってきているのではないかというご指摘があったかと思います(レジュメ 1～2 頁)。つまり、CG 情報だけではなくて、対話に向けた情報というものも提供されるという意識が出てきたのだというご報告であったかと思いますが、その含意するところは何なのかというところが私の質問です。

つまり、コーポレート・ガバナンスについて、何が望ましいコーポレート・ガバナンスかということを経律するというか、設定する主体を変更していくというような動きなのか、それとも、これはただ単により投資家の圧力をうまく導入できるようにするというような考え方なのか。

ちょっと分かりにくい質問で申し訳ないのですが、何が質的に変わったのかという点について、若林先生のお考えをお聞かせ願えたらと思います。

○若林 一言で言うと、いわゆる「攻めのガバナンス」というふうに言われていますけれども、その部分がやはり非常に充実しているというのが最も大きな違いではないかと思います。

これまではどちらかというと、CG 情報の開示を求める趣旨として、健全性とか、情報の信頼確保とか、今言われている言葉で言うと、いわゆる「守

り」の方にどちらかというとフォーカスされていたように思うのですが、「攻め」と「守り」は結局ガバナンスとして見たときにはワンセットと言いましょうか、企業それぞれにおいてはワンセットで、両方を当然やっているわけでありまして、その両方の部分を投資家のニーズに合ったような形で開示をするということが求められるようになってきているわけです。従来でしたら、どちらかというと守りにフォーカスした書き方でよかったものが、それだけではなくて、より企業経営の効率性とか、そのための仕組みとか、あるいはその具体的な活動内容とか、そういったところを開示するように求められるようになってきたというところではないかと思います。

すみません、お答えになっているか分かりませんが。

○久保 いえいえ。つまり、企業と投資家との対話といったときに、そこで主に想定されているものというのは、効率性に関するものが多いのだというようなイメージですか。

○若林 そうですね、全体的な流れとしてはそういう方向性ではないかということです。

○久保 ありがとうございます。

#### 【役員報酬の決定方針】

○前田 役員報酬について新たな記載が求められるようになったところで、やや細かなことで恐縮ですが、府令の規定の意味が分かりにくい箇所があるので、質問をさせていただきます。

具体的には、レジュメ 10 ページの真ん中あたりの(5)です。ここで「方針の決定権限を有する者」とあるので、よく知られていますように、大企業の実務では、株主総会決議で定めた報酬総額の上限の範囲内で、各取締役への配分額の決定を取締役会が代表取締役に再一任することが広く行われています。こういう典型的な場合に、府令で記載を求められている部分をどう書くのかということが、よく分からないのです。

CG コード改訂の影響で、配分額の決定を無条件



に代表取締役丸投げするという方法は採りにくくなっていますので、今は取締役会で決定方針を定める、あるいは諮問委員会で具体的な配分の算定基準を定めて、そのうえで代表取締役に再一任するというような方法が採られることが多いのではないかと思います。そうすると、「方針の決定権限を有する者」というのは何を指しているのかということです。

決定方針を定めるのは取締役会のはずですが、「権限を有する者」という文言や、あるいは「裁量の範囲」と言っているようなところを見ますと、どうも代表取締役を指しているかのようにも見えます。ここはどう読めばいいのでしょうか。

○若林　　ちょっとこれは私の説明不足になってしまうのですが、パブコメの16ページに61番という項目がありまして、コメントとして「第2号様式記載上の注意(57)cの規定により、役員報酬等の額又はその算定方法の決定に関する方針の「決定権限を有する者の氏名又は名称」を記載するに当たり、取締役会の決議によって決定の全部又は一部を取締役に再一任している場合には、その旨を記載すべきである」というコメントが出ていまして、それに対して金融庁の考え方としまして、「報酬決定のプロセスの客観性、透明性のチェックを可能とするため、算定方法の決定権者、その権限や裁量の範囲等の情報の開示を求めべきとのDWG報告の趣旨を踏まえれば、ご指摘のとおり、取締役会の決議によって決定の全部又は一部を取締役に再一任している場合には、その旨を記載すべきと考えられます」というふうに回答しています。したがって、そのように取締役に再一任しているというふうに記載をするという形になります。

○前田　　書き方としては、今若林先生がおっしゃってくださったように、方針を取締役会で決めて、その方針に基づいて代表取締役が具体的な額あるいは算定方法を決定すると書くことにならざるを得ないとは思いますが、それがこの府令の文言に合っていないと思うのですね、「方

針の決定権限を有する者」とありますが、方針を決定するのは取締役会だと思うのです。

○若林　　はい。

○前田　　DWG報告の段階では、レジュメの8ページの「報酬決定の機関やそのプロセスの開示」のところで、「算定方法の決定権者」とあって、代表取締役であることが明確にされていました。

ですけれども、府令の規定の表現がなぜかDWG報告の提言の内容から変更されて、わざわざ「方針の決定」というようなことを言っているものから、非常に分かりにくい規定になってしまっていて、一体決定権者は誰かという疑問を生む結果になってしまっているのではないかと思います。

結論としては、若林先生のおっしゃるように、私が申したような典型的な例ですと、取締役会で方針を決めて、そしてそれに従って代表取締役が決定すると、そう書かざるを得ないのですけれども、府令の文言に合わせて書くのは難しいように思います。

○若林　　ご教示ありがとうございます。

#### 【役員報酬の個別開示】

○行澤　　12ページのところで2点お聞きしたいのですが、今般の改正によっても、(3)役員報酬の個別開示について、義務的には1億円以上とされました。ただし、任意では個別開示をすることは差し支えないということで、それはいいとして、多分若林先生のご見解だと思うのですが、個別開示の必要性が強調される場面というのは、経営者の個性が非常に強い場合であって、そうでない場合には役職ごとの開示で足りるという。しかし、現状で、取締役にさして個性が強く要求されない、平たく言えば誰がやってもいいという場合には、役職ごとの開示で足りるというのは、私はちょっと疑問に思うのですね。

たとえ業績連動型でなくて固定報酬であっても、なぜそういう固定報酬なのかということの理由を株主総会で説明することが要求されるようになっていますね、今般の会社法改正で。かかる説明義

務の強化という流れからすると、現状の法規制がこうであるということはいいのですけれども、意見として、個別開示が弱まる方向性というのはどうかと思います。

それから、経営者市場の流動性が高まれば、個別開示の必要性が高まるということの意味がちょっと分からないので、補充的に説明していただきたいというのが1点目です。まずお願いします。

○若林 多くの上場会社の経営者の選び方や、あるいは経営者が意思決定を行う場合のプロセスのことを考えたときに、非常に個性強く、トップダウンである種企業を引っ張っていくような経営者をしっかりと選んでいるかということについて、まだ大方の会社は必ずしもそうではないのではないかなという印象があります。もしそれが間違っていれば、ちょっとまた違ってくるのかもしれませんが、従業員からずっとたたき上げで経営者になっていくプロセスや、あるいは意思決定を行う場合でも、企画部門などそれぞれの部門から上に上げていくといった方法を取っていることが多いのではないかと思います。

そういうことを考えたときに、私の勝手なイメージなのかもしれませんが、非常に個性の強い強力な経営者がいて、そういう経営者に特化したといえますか、固有のといえますか、独自のといえますか、そういった報酬をやらないといけないのだというようなところまで行っている会社がどれくらいあるのかなというイメージを持っています。それで、こういうふうにかかせていただいた次第です。

ですから、確かに行澤先生がおっしゃったように、替えが利くということは大変失礼かもしれませんが、そういうニュアンスがちょっとあったかもしれません。どちらかというリーダーシップの在り方がまだマイルドなのではないかなという、そういうイメージを私は持っていて、そういうところで意思決定の在り方とかを考えたときに、その経営者が果たしている役割というのがどれくらいあるのかということ念頭に置くと、

その人の非常に強烈な個性、強烈なリーダーシップというよりは、むしろもうちょっと別の要素の方が大きいのではないかなと思っていて、こういうふうに申し上げたところです。

○行澤 一昔前だったらそういう言い方があるいは可能だったかもしれませんが、規範として、報酬を通してガバナンスを変えていくという発想からすると、報酬が1億円以下であっても、あるいはリーダーシップを必ずしも採らない取締役であっても、きちんと業績を評価して、その実績に応じてこの報酬が妥当かどうかということの評価するということがあっていると思います。現状は現状としても、方向性として個別開示はもういいよということを書いてしまったのでは、ちょっと逆方向ではないかなと思いました。

○若林 ただ、私は思うのですけれども、役職に応じた報酬の開示と言ったときに、例えば CEO でしたら、その CEO という役職に幾らという形になってくると、結局人にフォーカスするか、役職にフォーカスするかという違いはあるのですけれども、ただ、事実上、当該 CEO の役職にフォーカスすれば、それは個別開示ということになるわけですね。

○行澤 はい。CEO であれば、1億円を超える可能性が高い企業も多いでしょうし、確かに個別開示が求められるというのは理由がある。そうでなくて、たとえ CEO でなくても、極端な話、平取締役で業務を担当していなくても、それなりにきちんと役職を果たしてもらって、その実績を評価することにより、当該個別の報酬額の妥当性を評価する、ということがあってしかるべきなのではないか、そういう意味でお聞きしたわけです。

○若林 ありがとうございます。

#### 【報酬委員会のメンバーの属性】

○行澤 もう一点、(4)の最後で、報酬委員会のメンバーなどの点で問題が指摘されているということですが、現状は、報酬委員会のメンバーの属性、すなわち社外独立役員である以上に、

誰それから派遣されているとか、どこそこの機関投資家の利益を代表しているとか、そういうことのチェックまでは要求されていないのですよね。

○若林 いないです。

○行澤 そうすると、この問題というのは、例えば機関投資家の場合は、経営者とか会社との利益相反があると議決権行使が偏って問題だということになると思うのですけれども、これは開示府令もしくは開示の問題でしょうか。それとも、コーポレート・ガバナンスの開示としてそこまで広げていくべきだということでしょうか。例えば、報酬委員会のメンバーについて、主要な機関投資家との利益相反関係を開示すべきだと、そこまでの主張をされているのでしょうか。

○若林 私はそういうふうにするべきだと考えて書いたつもりです。

実際に利益相反関係への規制を入れることができれば、別に開示をする必要性はないと思います。ただ、今回こういう形で開示府令で要求している開示の趣旨がきちんと投資家に伝わるかということを考えてときに、やはりそこがゆがめられる要素があるのではないかというふうに考えまして、その点については、少なくとも開示をした方が、投資家にとっては、そのことを考慮したうえで投資判断なり対話なりに臨むことができるという点で、そうすべきではないかと考えた次第です。

○行澤 私もそう思うのですけれども、これは報酬のところで議論すべき問題ではなくて、もう少し大きなガバナンスの問題として取り上げるべきかなと思いました。

○若林 行澤先生のおっしゃるとおりでして、人事のシステムとかにしても同じですし、人事・報酬にしても同じですし、監査にしても同様の問題があると思います。

○行澤 ありがとうございます。

#### 【経営者市場の流動性と個別開示の必要性】

○川口 行澤先生は、質問の最初の後半部分で、経営者市場の流動性が高まれば個別開示の必要性

が高まる、ということについて説明してほしいと言われていましたが、この点、いかがでしょうか。

○若林 先ほども申し上げましたが、私のイメージでは、ある会社にとってこういうタイプの経営者が必要だという非常に明確なビジョンがあって、それにふさわしいリーダーシップを発揮できる経営者をハンティングしてくると、そういう人にはやはりその人の個性に合った報酬が必要ではないかという、そういうイメージで捉えて書いています。

今までの、従業員から出世して行って、下からの積み上げの意思決定をするような経営者のイメージではなくて、ハンティングをして獲得した経営者に対しては、独自の報酬というのが必要になってくるのではないかと。そういう意味で、経営者が社外から来られるようになれば、やはりその報酬の在り方というのも少々変わってくるのではないかと。当該経営者に必要な報酬だから個別開示という、そういう趣旨で書いた次第です。

○川口 若林先生のご意見ですと、役員の個性が強ければ個別開示が求められる、ということですが、それを客観的に判断することは難しいですよね。客観的な基準を明示するならば、数値しかなく、そのために1億円で区切ったということに繋がりますか。

○若林 1億円以上というのは非常に政策的な話で、単純にあのときに問題になった金融機関の経営者の、何と言いましょうか、立法の経緯がそうだったというにすぎないというふうに考えています。特に1億円という数字に合理性があるというふうには考えてはいないのですが。

○川口 ありがとうございます。

#### 【固定報酬と業績連動報酬の区分け】

○舩津 私は、11 ページの一番下の「固定報酬と業績連動報酬の区分けの適切さ」というところがちょっと気になりました。

多くの企業については、前年の実績を基に翌年度の基本報酬を増減するというものは固定報酬に

分類しているという課題をご指摘されたと認識しているのですが、この点は、何をもって業績連動報酬と呼ぶのかということを決めるのかというのが気になっています。一応パブコメに対する金融庁の考え方なんかだと、各社が適切に判断する必要があるということを行っていますね。

○若林　そうですね。

○船津　これ、極端な話、業績連動報酬か固定報酬かということの区分けに関しての虚偽記載というものは発生しないのでしょうか。

各社が考えて、これは固定だと、常に固定額を決めているのだから固定なのだと言ってしまうと、それはもう固定額であって、それを業績連動報酬だったという形で評価されて、虚偽記載だというような評価は一切されないということなのでしょうか。

○若林　さすがに、それはいいのではないのでしょうか。やはり言葉の意味から来る解釈の限界というのはあるべきで、仮に企業が設定した基準の範囲を超えるものであれば、それはやはりミスリーディングになり得るのではないのでしょうか。

○船津　いや、そこが気になっていまして、企業が設定した範囲を超えるとってしまうと、企業が無制限にすれば何でもオーケーになるのではないかという気がしています。もしかすると若林先生の中で、ここから先は業績連動として、固定とはごまかせないよというようなラインがお有りなのではないかなと。そのラインに照らして、前年度の実績を基に翌年度の基本報酬を増減するというのは、これは固定なののでしょうか、変動なののでしょうかというところが気になりました。

○若林　やはり経営者として上げた一定の業績といいたいまいしょうか、その指標ですね。結局その内容にもよるということになってくるのかもしれませんが、そうすると、ちょっと基準がないのではないかなと言われそうな気がします。ただ、やはり業績に連動しているというその連動性ですよね。そこの部分というのは、何らかの限界というのがないと、今回の開示府令の趣旨にももるとい

ことになりますし、また、一般的な投資家がそれを読んで判断したときにどういうふうにか考えるかということ念頭に置いて、企業のフリーハンドということはちょっとあり得ないのではないかなと思います。

あまり説得力がなくて、すみません。

○船津　その点に関して、冒頭の総論のところと関係してくるのかなとちょっと思っていたのですが、報酬の開示内容の趣旨という重要性という点に関して、10 ページの下から4行目のところに、「経営陣の報酬内容・報酬体系と経営戦略や中長期の企業価値向上との結び付き」が重要だということが書かれていまして、その文脈で読むと、業績と連動しているかどうかよりも、むしろもう少しと狭く、中長期の業績に連動するものについては投資家にとって重要だから、それについては開示しなければいけないというような形の限定的な区別の限界というものが表れてくるのかなと思いました。それが私が正しいと思うかどうかはともかくとして、そういうような限界付けというもの一つあり得るのかなと。

そうすると、前年度の業績を基に次の年の報酬を決めますよというのは、実はここで要求されている業績連動ではないのかなと。今回の DWG の提言の趣旨を踏まえて、何か業績連動報酬というものの解釈の限界みたいなものがもしかしたら導けるのではないかなということもちょっと考えました。

○若林　ご教示いただきまして、本当にありがとうございます。

確かに、DWG 報告の今回の趣旨からすると、船津先生のおっしゃったとおりだと思います。ただ、中長期の企業価値の向上や、ここでは経営戦略なども挙げられておりますが、やはり企業によってかなりバラエティーが出てきて、限界付けを見極めるのが難しくなってくるような気がしなくもないのですが、もう少ししっかり考えてみます。

【政策保有株式の開示の目的】

○梅本　私が質問させていただきたいのは、政策保有株式についてです。質問というか、コメントというか、確認なのですから。

有価証券報告書を初めとして、企業がディスクロージャーを求められる事柄というのは、多くの場合、投資者の投資判断において重要・有益なものだと思われまふ。本日ご報告されましたコーポレート・ガバナンス全般に関する情報ですとか役員報酬というのは、まさにそういうものだと思うのです。ところが、政策保有株式の開示というのはちょっと毛色が違うのかなと。

○若林　そうですね。

○梅本　主たる規制目的というのは、若林先生もご指摘になったように、企業経営に対する規律の緩みが政策保有株式によって生じているからということなのでしょう。しかし、経営規律が弛緩して問題となるのは情報開示をする会社ではなくて、その会社に株式を持たれている会社の方です。この点、役員報酬などの情報開示とは異なると思われまふが、いずれにせよ、政策保有株式の開示を促して、間接的に、必要なものはともかくとして、説明がつかないようなものは売却させていこうという政策判断に基づくものなのでしょうね。

しかしながら、情報開示をする会社の投資家に意味がないかというところ、そういうわけでもなくて、政策保有株式を持っていると資本効率が低くなってしまう、だからこれについて開示させて、投資者の投資判断に役立てようという側面もあるのだらうと思われまふ。ただ、そういう方向で考えると、資本効率を下げるのは何も政策保有株式だけではなくて、ご報告にありました純投資目的の株式だって同じではないかと。

今般の新型コロナ相場のような形で株式市場が全体的に落ちてしまうと、他社の株式を保有する会社が減損しなくてはならない場合が少なくないでしょうから、純投資目的の株式も開示すべきだという議論につながりやすいのかもしれない。ただ、そうはいつても純投資目的で保有する株式の

銘柄まで開示しなければいけないのか。純投資目的の投資有価証券については、すでにグロスとして開示されているわけですね、額としては。銘柄まで開示しなければいけないのかということ、若林先生のおっしゃるように、確かにそこまでいくとどうなのだらうねと。

まとまりがなくて申し訳ありません。私が申し上げたいことは、政策保有株式開示の主たる目的が持合い解消というところ、重要性の低い政策保有株式を解消したいということにあるとしても、開示を求められる当該会社の投資者の利益、投資者の投資判断という情報開示の基本的視点から説明すると、そういう規制目的は据わりが悪くて、余剰資産の解消という方向に持って行って説明することになる。でも、そうすると純投資目的の株式はどうなるのだとなって、何かちょっとおかしなことになっているのかなと理解したのですけれども、いかがでしょうか。

○若林　梅本先生のおっしゃったとおりだと思いますけれども、基本的には、投資判断のための情報開示目的ということでしたら、やはり重要性で切るというのが最もシンプルだと思います。したがって、なぜわざわざ政策保有株式という形で区切って開示を要求するのかということが問題点として挙がってくるということにならざるを得ないのではないかと思います。

つまり、ほかの資産と同じように、重要なものについてその運用の構想を開示するというのは当然なわけですが、あえて政策保有ということに限って、さらにその具体的ないろいろなものについてまで開示をするというのは、やはり投資判断以外の別の要素が入ってこない、なかなかそこまで開示を要求することにはならないというふうにおもわれまふ。

結局、スチュワードシップ・コードとか、あるいはコーポレートガバナンス・コードとか、そういったこれまでのいわゆるアベノミクスの下での経済政策の一環として行われていることというふうには私は捉えています。そういった観点から、最終

的には株式市場を通じたリターンが国民の間に均てんしていくという、そういうための一つ的手段であると捉えられるのではないかと考えています。

ただ、それが本当に、最終的に政策保有株式についてコストの開示規制という形でフォーカスすることで、国民がリターンを享受するような形の最終的な結果が得られるかどうかについては、政策の効果の問題ですので、私にはにわかに判断がつかないところがあります。いずれにしても、そういった別の要素が入ってきているところであるということは確かだと思います。

### 【純投資目的と政策保有目的】

○洲崎 今、梅本先生からご質問のあった純投資と政策投資に関連することを伺いたいと思います。

今回の DWG 報告では、政策保有目的と思われる株式保有が純投資に区分されていたケースがあるのではないかと指摘されています。会社としてあまり表に出したくない株式保有、つまり、本当は発行会社の経営陣が希望するとおりに安定株主として議決権を行使するのだけれども、その見返りとしてアームズ・レングスではない取引を期待する、というような後ろめたい関係が一番問題なので、そこを無くさせたいというのが新規律が目的としているところなのだろうと思います。

発行会社の業績が振るわず、保有し続けても合理的な投資になりそうにない場合はそのような後ろめたい保有である可能性があるわけですが、それでも、持っている側は、政策保有目的だと正直に言わずに、「いや、これも純投資だ」と言いがちです。今は業績が悪くても、将来業績が回復して株価が上がったときに売却する目的で持っているのだから純投資なのだと強弁したときに、果たしてそれを虚偽記載として処理することで、そのようなことをやめさせることができるのでしょうか。

金融庁はパブコメで、キャピタルゲイン又はインカムゲインを目的とする保有株式は純投資だと言っているようですが、キャピタルゲイン、イン

カムゲインがおよそ期待できないような株式はないと思うので、抽象的にはどんな株式でも純投資の要素は必ずあるはずだと思います。そうやって純投資ですと強弁されたときに、何か手立てがあるのかについてお教えいただければと思います。

○若林 まさに洲崎先生のおっしゃるとおりだと思います。そこを強弁されたときに、そうではないと言うのはかなり難しいことなのではないかと思っています。

ただ、政策保有株式の開示のところ、取締役会での議論のプロセスなどに踏み込んだ検証、それからその開示が求められています。そうすると、そこでの検証のための基準であるとか、当てはめによって、その会社で純投資とされている投資や、一般的に純投資と言われているものと違っているような場合には、純投資ではなくて政策保有ではないか、ということは言いやすくなるのではないかと思います。

ただ、それは結局、その会社が取締役会で検証するための基準をどのようにして設定するかということに依存していますので、あまりというか、全然意味がないのではないかと思います。

○洲崎 生命保険会社は、機関投資家として上場株式をたくさん保有してきましたが、30年ぐらい前は、純投資もあれば政策投資もあるということ正面から認めていたように思います。しかし、どうも最近では、保険事業関係の子会社以外には、政策投資というものは一切ないと言いきっているようです。全ての株式が純投資であると。

今回のように新たな規律を設けることで、投資家は注目しているのですよというプレッシャーを与えて、後ろめたい株式保有をなくさせるという効果はありそうには思えます。ただ、全部純投資ですと言いつられたときには、それに対抗することはなかなか難しいのでしょうか。

○川口 ほかにご意見、ご質問はございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、本日の研究会を終了させていただきます。

新型コロナの影響で何かと大変な状況で、若林先生にはご報告いただき、ありがとうございました。