

# コーポレートガバナンスの 実践に向けて

～投資家が評価する実効的なコーポレートガバナンスとは～

ウイリス・タワーズワトソン  
コーポレートガバナンス・アドバイザリーグループ



# 企業の真の力を持続的に引き出す 実効的なコーポレートガバナンスとは何か

コーポレートガバナンスのあり方をめぐる議論は「形式から実質へ」のフェーズへとシフトし、企業それぞれに適したあり方を求めています。

「持続的な成長と価値創造を支えるコーポレートガバナンスの体制とはどのようなものか」

企業が自社の価値観や信念を主体的に発信し続けることが、投資家からの信任を得る近道になりつつあります。

課題

コーポレートガバナンスが企業独自の価値創造ストーリーを支えている形をどのように表現すれば投資家の信任獲得につながるか



## 統合的な開示と対話

開示資料の作成支援

課題

取締役会や個々の取締役・経営幹部の役割に応じて適切に機能する経営者報酬の仕組みをどのように構築するか

課題

取締役・経営幹部の人材基準は取締役会の役割と整合的に定義されているか



## 取締役会評価

DPDCA※サイクルの  
構築・運用支援

仕組みの評価  
経営者の評価



## 経営者報酬

報酬制度の  
設計・運用支援

報酬額の増減を通じた  
経営者の評価



## 経営者指名・後継者計画

人材基準の  
策定・運用支援

選解任(昇降格)を通じた  
経営者の評価

課題

経営者評価の手段として経営者報酬と経営者指名が有機的に連携しながら機能しているか

※ DPDCA=Diagnose-Plan-Do-Check-Action/Adjustment

# ウイリス・タワーズワトソンは 企業の多様性を踏まえた 実効的なコーポレート ガバナンス体制のデザインや 運用を包括的に支援します

「経営者の指名や後継者計画、報酬の仕組みやプロセスをどのように構築したらよいか。取締役会評価はどのように行うのがよいか。」

コーポレートガバナンスの実効性向上に対する機運の高まりとともに、これらの具体的な実務のあり方への関心が高まっています。

その一方で、何をすればよいのかは必ずしも明確ではありません。他社の対応にお手本を求めても、それが必ずしも自社にフィットするとは限りません。企業理念や文化、置かれている環境、事業内容やステージが異なれば、企業価値の向上を支える望ましいコーポレートガバナンスのあり方も変わってくるからです。

必要とされているのは、コーポレートガバナンス体制の構築を、他社事例の後追いではなく、「自社の投資家との信頼関係をどう強固にしていくか」から捉える発想の転換です。企業のコーポレートガバナンスが企業固有の価値創造ストーリーと正しく噛み合っているかどうか、取締役会、指名・後継者計画、報酬の機能が相互に連携して一体となって価値創造を支えているかどうか。この点に説得力があることが、経営への信任を投資家から得る鍵となります。

ウイリス・タワーズワトソンのコーポレートガバナンス・アドバイザリーグループは、取締役会、指名・後継者計画、報酬それぞれの分野のアドバイザリー経験を有するコンサルタントが緊密に連携しながら、クライアント企業の実効的なコーポレートガバナンス体制のデザインや運用を包括的に支援しています。

アドバイザリーサービスの  
詳細につきましては、  
弊社ウェブサイトをご覧ください。  
[https://www.towerswatson.com/  
ja-JP/Services/Services/  
Governance-Advisory-Services](https://www.towerswatson.com/ja-JP/Services/Services/Governance-Advisory-Services)



## アドバイザリーサービス ①

### 経営者報酬



日本企業に対する20年以上の支援から得た知見を活かし、第三者としての客観的な立場から、報酬委員会の運用や制度のデザインといった経営者報酬全般の実務を包括的に支援しています。長年の運用実績がある「経営者報酬データベース」は、安定的かつ多角的な検証を支える情報ソースとして、多くの企業の報酬委員会において活用されています。また、非日本人幹部の実務についても、経営者報酬専任コンサルタントの強固なグローバルネットワークを活用し、信頼性の高いサポートが可能です。

取締役会や個々の取締役・経営者の役割、指名・後継者計画プロセスとの関連、実効的な開示のあり方にも配慮しながら、企業の経営者報酬をわかりやすく高度化していく支援を心がけています。



## アドバイザリーサービス ②

### 経営者指名・後継者計画



企業経営における最重要かつ最難関のテーマであるCEOの選解任にかかる判断を含め、これを重層的に支える後継者計画のマネジメント全般を、グローバルでのタレントマネジメントのノウハウも活用しながら体系的に支援しています。指名委員会や人材開発委員会などの場面では、第三者としての客観的な立場に立って、判断材料となる情報の可視化、適切なスケジューリングの助言、選定・合意プロセスのファシリテーションなどのサポートを実施しています。企業ごとに異なる取締役会の機能や、報酬面における評価との役割分担なども考慮のうえ、コーポレートガバナンス全体において経営者指名・後継者計画が果たす役割を意識しながら、適切な支援を行っています。



## アドバイザリーサービス ③

### 取締役会評価



実効的な取締役会評価を行う観点から、企業ごとの「取締役会の役割」や「個々の取締役の期待役割」を踏まえた適切なPDCAサイクルの構築を支援しています。取締役会の役割の明確化、質問表のカスタマイズ、ウェブプラットフォームを用いた調査の実施、専門的アセスメントを通じた意思決定バイアスやグループダイナミクスの評価、アクションプランの策定などを組み合わせ、企業の状況やニーズに応じ柔軟にサービスを提供しています。

また、並行して指名・報酬委員会の実効性の評価も含めてカバーすることで、指名・後継者計画、報酬の課題認識についてのアクションプランの策定、およびその実施についてもシームレスに支援することが可能です。



## アドバイザリーサービス ④

### 統合的な開示と対話



投資家との信頼関係の構築や、その後の発展に資する対話や開示を効果的に進めていくためには、自社のコーポレートガバナンスのあり方や、その機能を持続的に支える取締役会評価の手法、経営者指名・後継者計画、経営者報酬制度のあり方について、企業の価値創造ストーリーとの関係性を適切に表現していくことが重要です。限られた時間や場面の中で、投資家に対して何をどのように表現するのが効率的かつ効果的なのか、投資家の理解と共感を得られるような対話や開示のあり方はどのようなものか、これらの検討を、様々な企業の経営ビジョンやバリューの策定を支援してきた実績から得た豊富なコミュニケーションコンサルティングの知見を活用して支援しています。

## パネルディスカッション

# 投資家が評価する実効的なコーポレートガバナンスとは

2017年12月15日、ウイリス・タワーズワトソン主催によりコーポレートガバナンスの実践のあり方をテーマとするセミナーを開催しました。本セミナーでは、第一部で弊社コンサルタントから「近時におけるコーポレートガバナンス体制の構築・運用実務」について講演し、第二部でフィデリティ投信株式会社より三瓶裕喜様、ブラックロック・ジャパン株式会社より江良明嗣様をゲストにお招きし、パネルディスカッションを行いました。以下、第二部におけるディスカッションの内容の一部をご紹介します。

## 最近の対話環境の変化と 個別開示への対応および課題

**西村** 2017年は、日本版スチュワードシップの改定があり、そこでは議決権行使結果の個別開示についても議論されました。そうした企業と機関投資家の対話環境の変化についてお聞かせください。

**江良** 個別開示については、当社でも対応しましたが、行使結果が正しく理解されるかという点を心配しています。行使対象企業との対話では、判断理由や背景について議論し、企業側の考えも確認できますが、世間一般に対話内容を公表することはできません。賛否結果のみで判断されることで、当社の考え方が誤解される懸念があります。

**三瓶** 当社も個別開示を実施しましたが、投資先企業の選別自体が当社のノウハウであり、開示すれば全ての投資先が分かってしまうため、かなり悩みました。また、例えば経営陣に対して反対票を投じることが分かると、それを見た方が「フィデリティは、この企業に投資しているが、経営陣を支持していないので売却するかもしれない」と連想し、他の投資家が先回りして保有株式を売却することもあり得ます。結果として、当社に売却の意思がない場合でも株価が下落し、運用成果に影響する可能性が生じます。当社では、反対理由についてのコメントも付ける形で開示しました。

**西村** コーポレートガバナンス・コードの制定以来、企業との対話や議決権行使に関わる議論にどのような変化が起きていますか？

**江良** 対話の数も、対話で取り上げる議題も拡大傾向にあり、同時に対話の中身も質的に変化しています。企業サイドのスピーカーが大きく変化し、役員クラスの方々から直接、経営やガバナンスについてご説明いただくケースが非常に増えました。そのため、細かいスキームや時間軸の短い議題よりも、中長期の経営戦略や企業理念についての話を聞

きやすくなっているのが、そこで捉えた全体観に基づき、ガバナンスや経営に関する施策がどう機能しているかを伺っています。

**三瓶** 明らかに良い変化が起きていると思います。数的には、江良さんがおっしゃったように増えており、「フィードバックが欲しい」といった企業側からの依頼が多いです。代表取締役や執行責任者とのミーティングでは、議題を事前共有したディスカッションを行っており、議論したことを後日どのように反映したか、企業から連絡を受けるなど、非常に建設的なやりとりになっていると感じます。

## 経営にESGを溶け込ませるために 「価値協創ガイダンス」が目指すもの

**西村** 江良様、三瓶様ともに「持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会」のメンバーとして作成に携わられた「価値協創ガイダンス」について、お話を伺いたいと思います。

**三瓶** 企業が経営について統合的な思考で説明する際に、考え方をまとめるためのガイダンスを作成する、というのが研究会メンバーの総意でした。ただし研究会の目的としては、経営にESGを溶け込ませることが最も大事であり、ガイダンスは、経営判断に関する様々なことを考えていく上での一つの要素と捉えてほしいという思いがあります。

**江良** 環境問題や社会の不安定化など、事業に重要な影響を与える様々な要素を考慮した上で中長期の経営戦略を策定すべきですし、逆にそれらの要素を十分配慮しない企業の経営というのは、成り立たないぐらいのレベルに来ていると言えるでしょう。ただ非常に難しいのは、「E」と「S」については個別性が強いので、企業ごとの事業特性、事業規模、戦略によって取り組みが異なる可能性があります。個別性を踏まえて、どのような取り組みがベストなのか、それを整理していくために議論をする仕組み・場が「G」であると考えています。

## 社外取締役期待される役割と 取締役会評価における重視ポイント

**榎筒** ここからは、コーポレートガバナンス構築の実務的な内容を伺っていききたいと思います。まず、社外取締役に期待される役割と独立性・実効性の確保について、どのように捉えていますか？

**江良** 社外取締役に期待される役割は、大きく三つあります。一つ目は、長期的な視点からの企業戦略の議論。二つ目は、サクセッション・プランニングや報酬などの利益相反や利害関係が強い議題について、透明性と客観性を有した立場から、的確にモニタリングを果たすこと。三つ目は、投資家と経営陣の橋渡し役です。この三つを照らし合わせると、社外取締役に求められる資質として、当然ながら会社からの独立性は

(ゲストパネリスト)



フィデリティ投信株式会社  
ヘッドオブエンゲージメント

三瓶 裕喜 様



(ゲストパネリスト)



ブラックロック・ジャパン株式会社  
運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長  
ディレクター

江良 明嗣 様

重要な要素の一つとなります。一方、実効性についての資質は、事業内容を十分に理解し、経営の方向性について大局観をもって議論できるか、投資家の視点を経営にフィードバックできるか、投資家との意見交換の窓口になれるか、といった点でしょう。当社も、社外取締役の方に直接面談するケースでは、客観した立場から経営がどう見えるのかを伺い、その意見や目線が当社と一致していると、非常に安心感があります。独立性は大切ですが、実効性についてもより評価すべきステージに移りつつあると思っています。

**榎筒** 取締役会評価は、投資家の判断にどう影響していますか？ また、どのような点を重視していますか？

**三瓶** コーポレートガバナンス報告書の中で真っ先に見るのがこの項目です。取締役会が企業の将来の方向性を定め、そこに向けて実行すべきことがきちんとできているかどうかを監督し、サクセッションも含めて長期視点で運営が行われていること。これらへの評価がしっかりしていると確認できれば、腰を据えて長期投資ができます。その際、社外役員の方々がどういう課題意識を持って見ているのか、CEO・社長の課題意識と一致しているか、というのが大事なポイントです。同時に、取締役会機能を強化する諮問委員会などの実効性も重視しており、最近には特に任意の委員会について活動実態を詳しく伺っています。

## コーポレートガバナンスの要となる 経営者指名と報酬のあるべき姿

**榎筒** 望ましい経営者指名のあり方について、ご意見をお聞かせください。

**江良** どのような方がトップになるべきかを事前に評価するのは大変な作業で、指名を担う社外役員にとっても個性が強く、判断が難しいテーマだと思います。しかし、独立した立場で社内情報を活かし、適

切に精査することが求められる点で、まさに社外役員の方々の活躍の場であると言えるでしょう。我々としては、指名を担う社外役員の方々に對して、判断材料となる十分な情報提供がなされ、議論が実効的なものとなるべく担保されることを期待しています。

**三瓶** 社外役員に対する人材情報の提供として、工場見学や海外現地法人の視察、経営会議等へのオブザーバー参加などの機会を設けている企業もあります。社外役員は、そこで将来のマネジメント候補になり得る人材の個性や側面に触れることができます。もう一つ、指名委員会に関して述べたいことは、経営環境の変化などにより、課題解決に必要な人選条件が変わってしまい、別のリーダーに交代してもらうべきケースがあります。本人には言いにくくても、指名委員会としては「課題が異なってきたので、最も適した人はこちらじゃないか」と言う役割がありますし、そのように機能してほしいと思います。

**榎筒** 経営者報酬については、どのようにお考えですか？

**江良** 報酬のあり方は、これもまた非常に多様です。その多様性を理解するために「経営において最も重要視される定量的・定性的KPIは何か」「そのKPIが報酬とどう連動しているのか」という問いかけを報酬委員会に対して行っています。企業の個別の状況に適切な形で、対象者へのインセンティブ効果やステークホルダーとの利害調整などのバランスをうまく調整し、最適な報酬設計とその透明性を担保するのが、報酬委員会の腕の見せどころになるでしょう。

**三瓶** 業績評価を踏まえた経営者報酬の構成イメージとしては、基本報酬と、業績に連動した短期インセンティブおよび長期インセンティブの三つが3分の1ずつというのが、今の日本では理想的ではないかと考えています。これは、今の報酬総額を3等分するのではなく、現在ほとんど固定となっている基本報酬に対し、固定と同じだけの業績連動額があり、さらに株式報酬が乗って3階建てになるという仕組みです。高業績によって3倍に拡大したとしても、今の日本での平均的な報酬総額は、大きくなり過ぎるということはないと思います。

## 投資家から信頼を得ていくための コーポレートガバナンス構築へ

**榎筒** 最後に総括として、企業が投資家から信頼を得るための最も重要な要素とは何か、信頼を得るためのコーポレートガバナンスとはどういうものか、投資家は何を一番知りたいのか、ご発言願います。

**三瓶** 一番大事なのは、企業価値向上への取り組みに際して生じた課題をどう解決しようとしているのか、ということです。企業価値向上について具体的に言うと、競争力強化と成長の獲得を絶え間なくやっていくことであり、それに対する評価のあり方、それを動かすための仕組みやインセンティブのあり方につながっていく。この大きなゴールと仕組みが捻じれなく構築されているかどうかにかぎります。

**江良** 投資は、大事な資金を事業・経営者に預ける行為に他ならず、投資家は不安な立場に置かれますが、コーポレートガバナンスが整備されることで、安心感を持って投資を実行できます。当然、出資の条件も良くなりますし、そこで信頼関係が醸成されることで、企業側のガバナンス・コストも下がります。こうしたガバナンスの原点を踏まえ、相互の信頼感を醸成していくために、「どうい制度があれば、投資家としては安心して投資できるか？」という目線でガバナンスを見直していただければありがたいです。そして戦略についても、長期でどのようなことを考えていて、どう実行していくのか。基本的かつ本質的な議論をすることが大切だと考えています。

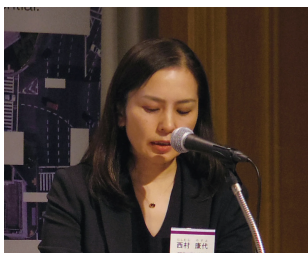
**榎筒** 本日は多くの重要な示唆をいただき、ありがとうございました。

(弊社パネリスト/モデレーター)



ウイリス・タワーズワトソン  
コーポレートガバナンス・  
アドバイザリーグループ  
リーダー/ディレクター

榎筒 隆亮



ウイリス・タワーズワトソン  
インベストメント部門  
インベストメント  
コンサルタント

西村 康代

本セミナーの抄録をご希望の場合は、ご芳名、貴社名、会社電話番号、会社メールアドレスをご記入の上、以下のEメールよりお問い合わせください。後ほど担当者よりご連絡を差し上げます。

WTW.CGAG.Japan@willistowerswatson.com



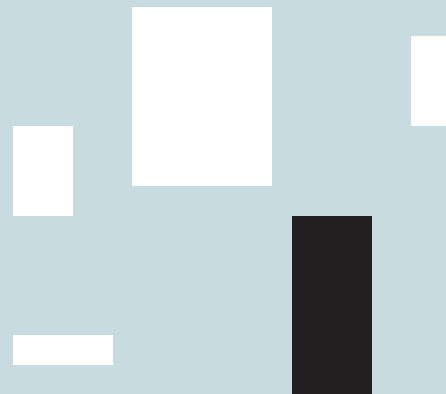
アドバイザーサービスに関するお問い合わせ:

ウイリス・タワーズワトソン

コーポレートガバナンス・アドバイザーグループ

TEL : 03-6833-4606

E-mail : [WTW.CGAG.Japan@willistowerswatson.com](mailto:WTW.CGAG.Japan@willistowerswatson.com)



## ウイリス・タワーズワトソンについて

ウイリス・タワーズワトソン (NASDAQ: WLTW) は、企業に対するコンサルティング業務、保険のブローカー業務、各種ソリューションを提供する業務における、世界有数のグローバルカンパニーです。企業の持つリスクを成長の糧へと転じさせるべく、各国で支援を行っています。その歴史は1828年にまで遡り、現在は世界140以上の国と地域に40,000人を超える社員を擁しています。私達は、リスク管理、福利厚生、人材育成などの様々な分野で、企業の課題に必要な解決策を考案・提供し、企業の資本効率の改善や、組織と人材の一層の強化を図ります。また『人材』『資産』『事業構想』の密接な関係性を理解し、企業を業績向上へと導きます。ウイリス・タワーズワトソンは、お客様と共に企業の可能性を追求して参ります。