

監査役と投資家との対話促進による日本のコーポレートガバナンス向上

～監査役による内部からのコーポレートガバナンス改革の可能性～

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構

特任研究員 三木隆二郎,CFA¹

キーワード：監査役、コーポレートガバナンス、エンゲージメント、海外投資家

目次

1. 要約
2. 監査役の英文呼称の多様性がもたらすその実態のわかりにくさ
3. 監査役を取り巻く環境変化と新たな課題
4. 監査役に対する従来の見方と世界的投資家および議決権行使会社の新たな見方
5. 金融庁の部局によって異なる監査役に対する期待度
6. 投資家に面談する監査役の能動的な姿勢の重要性
7. あとがき

*尚、本稿で意見にわたる部分は筆者のものであって所属機関のものではない

1. 要約

企業不祥事を予防する上で重要な役割を担う監査役について、これまで金融庁ではその法的権限を強化する方策をとってきたが、最近、監査役を選任した株主である投資家との対話の対象として監査役が含まれることになった。ところがその後、投資家が監査役を指名したエンゲージメントが活発に進められている動きはあまり確認できない。その理由としては、三木(2021)²で明らかにしたように、監査役の英文名称がその役割を必ずしも適確に伝えていないため、エンゲージメントする価値がある対象かどうか、特に海外投資家には判断がつかない、という事情がある。

そこで本論では、監査役が実際のところあまり機能していないと言われてきた中で、サステナビリティ情報開示など監査役を取り巻く環境変化や、海外から見直す動きがあることを紹介し、監査役が投資家とエンゲージメントで繋がることで我が国のコーポレートガバナンス向上に期待がもてるのではないか、という問題提起をしたい。

¹ CFA (Chartered Financial Analyst)とは、金融や投資の分野における証券分析および運用アドバイスにおいて世界的に認められていて、グローバルに約 18 万人の会員を擁する専門資格

² 「監査役の英文呼称と日本のコーポレートガバナンス」(2021.9)

https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r03_04.pdf

2. 監査役の英文呼称の多様性

表 1

問 6 監査役の英文呼称

上段:社数 下段:比率	全体		上場		非上場		大会社		大会社以外	
	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年
1. 採用している	1,388	1,483	896	859	492	624	1,207	1,237	175	239
	41.2%	42.1%	49.4%	53.2%	31.6%	32.7%	45.4%	47.2%	25.7%	27.6%
2. 採用していない	1,982	2,039	919	755	1,063	1,284	1,454	1,385	506	626
	58.8%	57.9%	50.6%	46.8%	68.4%	67.3%	54.6%	52.8%	74.3%	72.4%
回答社数	3,370	3,522	1,815	1,614	1,555	1,908	2,661	2,622	681	865
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

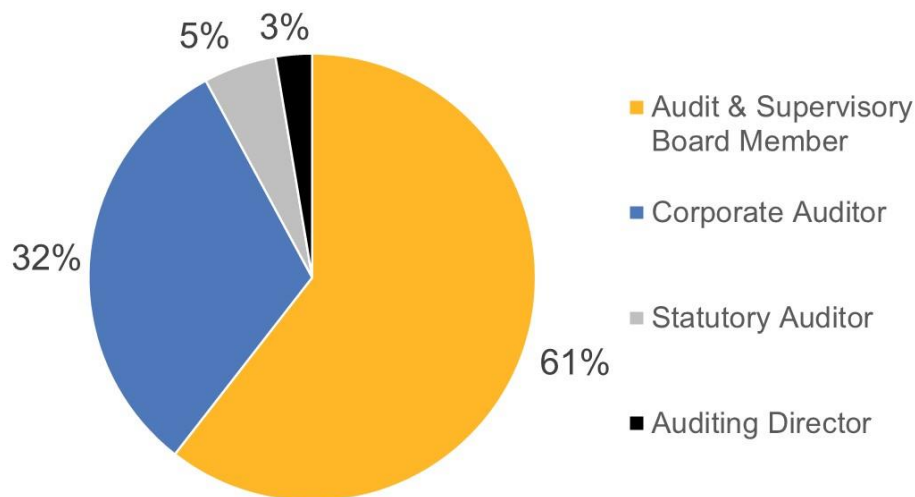
・監査役の新英文推奨呼称の公表から約4年半が経過し、採用している会社は全体で0.9ポイント増加し42.1%となった。より英文呼称の必要性が高いと思われる上場会社では3.8ポイント増加し53.2%と過半数となった。また、大会社でも1.8ポイント増加し47.2%となり、全体と比較してかなり割合が高くなっている。

出所：日本監査役協会「役員等の構成の変化などに関する第17回インターネット・アンケート集計結果」

(2017)

日本監査役協会が定めた英文呼称”Audit & Supervisory Board Member”に関する会員企業へのインターネット調査³によると上場企業では2016年で53.2%が採用しているとなっており、2015年からは3.8%増えているがまだ半分にとどまっている。手元にある監査役の名刺数十枚の英文表記を分類してみると以下のようになり約6割であった。

図 1



³ 日本監査役協会「役員等の構成の変化などに関する第17回インターネット・アンケート集計結果」(2017)

図 1 にとりまとめたものは直近のあくまで私的な監査役勉強会メンバーなどから集めたものに過ぎないので注意が必要だが、“Audit & Supervisory Board Member”という監査役協会が 2012 年に定めた呼称が引続き徐々に増えているものの、依然として大多数に普及している状況になっていないことは分かる。海外で名前の知られる大手上場企業でも監査役の実態を海外子会社がよく理解できないので苦労しているという⁴。そもそも金融庁のコーポレートガバナンスコード英訳文には Kansayaku とローマ字表記が用いられており、多様な呼称が用いられているということが実情である。海外では statutory auditor がよく使われるが、海外投資家に大きな影響力を持つ CFA 協会の出版している冊子⁵では、監査役が会計監査のみをその仕事としているかのような記述になっており、「監査役は通常、会計士や弁護士出身者」としている誤りがあるが、その原因の一つが、監査役英文呼称にあるのではないかと既に拙論で指摘した。

またこの私的調査で、監査役に対する海外投資家からのエンゲージメント要請の実態についても調べたが、これまでに海外投資家から会いたいという要請があったかという問いに対して全員が「なかった」と回答している。

さらに質問で「海外投資家と会う機会があれば議論したい点」を聞くと、「企業統治で果たしている意義と監査役に関する理解の浸透」、「取締役会での監査役に関わり方など、取締役の職務執行の監査の実態」を説明したい、という声が現役の監査役から聞かれた。

3. 監査役を取り巻く環境変化と新たな課題

(1) コーポレートガバナンスコード改訂 (2021.6)

この改訂により、投資家によるエンゲージメントの対象は従来の経営陣や社外取締役を含む取締役に加えて、初めて監査役が含まれることになった：

【補充原則 5-1①】

株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または、社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とすべきである。（下線部筆者、以下同様）

⁴川島 時夫オムロン株式会社 常勤監査役「海外で伝える監査役の役割」（監査役協会「監査役」 No.638 2015.3.25）

https://www.kansa.or.jp/wp-content/uploads/system/global_omron.pdf

⁵ CFAI “Independent Directors in Asia Pacific, Regulations and Practice in Selected Markets” (2021.6) p103

その他にも監査役に関してその独立性をさらに強化するような改訂が行われた：

【原則4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務】

監査役及び監査役会は、取締役の職務の執行の監査、監査役・外部会計監査人の選解任や監査報酬に係る権限の行使などの役割・責務を果たすに当たって、株主に対する受託者責任を踏まえ、独立した客観的な立場において適切な判断を行うべきである。

さらにデュアルレポーティングについても明記された：

【補充原則4-13③】

取締役会及び監査役会の機能発揮に向け、内部監査部門がこれらに対しても適切に直接報告を行う仕組みを構築すること等により、内部監査部門と取締役・監査役との連携を確保すべきである。

(2) 会計監査に関する「投資家と企業の対話ガイドライン」改訂（2021.6）

会計監査人に対する監査基準においても監査役との連携が強化されている：

監査役は、業務監査を適切に行うとともに、監査上の主要な検討事項の検討プロセスにおける外部会計監査人との協議を含め、適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応を行っているか。

(3) 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（2022.6）

既に2021年のコーポレートガバナンスコード改訂でサステナビリティに関する項目が新設・充実されていたが、2022年のディスクロージャー・ワーキング・グループ報告において、有価証券報告書で、監査役会等における実質的な活動状況の開示を求め、投資家と監査役等との対話を促進させていくことが重要であるとして以下の三点が提言された：

- ・ 監査役又は監査委員会・監査等委員会等の委員長の視点による監査の状況の認識と監査役会等の活動状況等の説明
- ・ KAM についての監査役等の検討内容
- ・ Dual reporting line の有無を含む内部監査の実効性の説明

(4) サステナビリティ情報等に関する有価証券報告書開示（2023.3）

それを受け、2023年の3月期から、「監査の信頼性確保に関する開示」として上記三点を有報等の開示項目とすべきことが提言された：

- ・ 監査役監査の状況
- 最近事業年度における提出会社の監査役および監査役会等の活動状況の開示項目のうち、従来の「主な検討事項」を「具体的な検討事項」に変更
- ・ 内部監査の状況等

内部監査の実効性を確保するための取組について具体的、かつ、分りやすく記載

本改正案で開示拡充が提案された「サステナビリティ（サステナビリティ全般に関する開示、人的資本・多様性に関する開示）」および「コーポレートガバナンス（取締役会や指名委員会・報酬委員会等の活動状況等）」は監査役が従来の財務情報から非財務情報の監査まで守備範囲を広げることを意味しており、監査役を取り巻く環境変化の中で重要な新たな課題が浮上しているのである。

4. 監査役に対する従来の見方と世界的投資家および議決権行使会社の新たな見方

(1) 投資家の監査役に対する従来の見方

このように監査役に関する法的環境（ソフトローを含む）は一段と整備が進んでいるが、「それなのに監査役はなぜ実態として機能しないのか」という素朴な疑問が生じても無理はない。眞田光昭の2016年の論考によると「会社法が期待する職務を果たさない無能力/意図的不正加担の監査役をここでは「遊休」監査役と呼ぶこととする⁶」と述べ、①監査役には何もしないことへのインセンティブが働く、②経営トップにとって自身を監査対象とする監査役の無機能化は自身の自由度と身分保障を向上、③株主の無関心、が「遊休」監査役に向かわせる構造を作っているが、その根本原因は株主の無関心、無気力、無能力だと言う。

監査役が適切なリスク評価に基づいて独立の立場から強力な権限を駆使し有効にその職能を果たしているかどうか、株主価値を大きく毀損する不祥事発生リスクに直結するのにも拘らず、監査役が実態として機能しているかどうかはあまり問題視されてこなかった。実際にはほとんどの監査役選任は社長が行い、そのことが社内取締役同様、自分を選んでくれた社長に対して独立した立場から対立的行為に及ぶことは出来にくい、と考える社会心理的要因になっているとも言われている。また監査役候補を選ぶ社長にしても、能力が高く能動的に社内の問題点を探し出してくる監査役よりは、取締役会に出席していても差し障りのない範囲で取締役の職務執行の監査をする、というタイプの人間を監査役に選んでおきたいと思うのが自然であろう。そして監査役としても、自らを選任した株主が監査役にほとんど期待も関心も持っていないという現実があれば、どうしても易きに流れるということになってしまうわけである。

一方、株主の方にも事情があって、たとえ監査役を監督しようと思っても、これまでは監査役が社内です実際のところどのように取締役の職務執行の監査をしているかを示す情報が

⁶ 眞田光昭「あえて今、「遊休」監査役問題について考える」（安全工学 Vo.55 2016）

ほとんどなかったという現実があった。それが2021年のコーポレートガバナンスコード改訂により、エンゲージメントの対象として監査役が含まれるようになったわけで、大きな一歩となる可能性がある。なぜならば以下のような様々な話題を監査役に投げかけて、投資先企業の監査役が有効に機能しているかを見極める手がかりを得られることになり、そのことが投資先企業の不祥事の顕在化による株価の急落を未然に防ぐヒントを得られることにつながるかもしれないからである。ところが従来の見方から脱却できていない株主は「忙しい中、苦勞してエンゲージメントのアポを入れたとしても、監査役にまともな人材はいないので会うに値しない」という思い込みがあって、今のところは、折角のコーポレートガバナンスコード改訂がまるで「宝の持ち腐れ」のようである。

(2) ハーミーズ

ところが海外からの見方に徐々に変化が見られる兆しがある。海外投資家が日本株を保有していても、エンゲージメントをする為にわざわざ日本に来ることは難しい。そこで世界的に知られている大手機関投資家で、1983年に英通信大手ブリティッシュ・テレコム、英郵便大手ロイヤル・メールの合弁会社として英国で設立されたハーミーズは「物言う株主」として、近年は、年金に対する議決権行使助言などのスチュワードシップ・サービスを提供している。我が国でも企業年金連合会が企業のモニタリングビジネスを強化するために2016年から委託している先がこのハーミーズである。そのスタイルは米国式のルールに基づいた「イエス」「ノー」の判断を機械的に下すやり方ではなく、英国流の「規範」を基本にした“Comply or Explain“の方法論を基本としている。ハーミーズは責任ある投資家として企業をよく理解し、企業の価値を向上させる長期投資家でありたいという思いがあることで知られている。自らの資産規模だけでなく、欧州の大手年金をスチュワードシップ・サービスの顧客として抱えることでその影響力は極めて大きい。ハーミーズはスチュワードシップ・サービス子会社を保有しており、そのHermes Equity Ownership Services Limited（通称 ハーミーズ・イオス）を通じて議決権の行使判断やエンゲージメント・サービスを提供している。

そのハーミーズ・イオスの日本株担当者 Haonan Wu 氏およびロンドンにいる議決権行使担当責任者 Jaime Gornsztejn 氏に対して、オンライン会議を持った結果を以下に記す。

先に当方から、三木（2021）の概要を説明し、監査役としての善管注意義務とは非常に重いことを説明した。つまり、取締役の職務執行が適正に行われているか監査する職務を適切に遂行する義務を意味し、取締役が善管注意義務を果たしているか、各事業年度を通じて監査（監視・検証・確認）を行い、その結果を期末の監査報告に集約して株主に通知するといったもので、いわゆる「適法性監査」だけではない。重大な不祥事の発生または発生のおそれが生じた有事の際に、監査役としての法的権限を適切に行使して、取締役（会）に対して

善処を求めたり自ら行動することで、取締役等の職務執行が（違法ではないものの）経営方針等に準拠して合理的・経済的・効率的・効果的・目的的であるか否か、経営判断として妥当かどうかという、いわゆる「妥当性監査」も含まれる。このような説明をした後に次のようなやり取りがあった。

先方：実際に監査役が法的に任務懈怠を問われた判例はあるのか？

当方：セイクレスト事件（2015.5.21 大阪高等裁判所）がある。これは経営に行き詰まり破産した会社の監査役に対して破産管財人が申し立てた訴訟で、大阪高等裁判所は、監査役は内部統制システムの構築や代表取締役を解職するように会社に助言・勧告すべきであったが、これを怠ったとして監査役の善管注意義務違反が認定されたものである。大阪高等裁判所は、セイクレスト社の内部統制システムの観点から監査役の監視義務、及び取締役会における代表取締役の解職の意見陳述を怠ったことを善管注意義務違反とした。

先方：監査役がコーポレートガバナンスで重要な役割を担っているのは理解できた。ただこれまで監査役にさほど注目が集まらなかったのは、監査役会設置会社というコーポレートガバナンスのモデルが外国人にとっては馴染みがないものだったので、監査役がマネジメントの監督をどのように実際行っているのか、という情報がほとんど無かったからだ。「取締役会での議論に監査役がどのように関わってガバナンスを向上させているのか」という実情を聞きたい。また、ESG 情報開示についても今後、監査役の守備範囲になるとのことでサステナビリティ情報監査をどのようにするのかも是非知りたい。

当方：我が国のコーポレートガバナンスは安倍政権が誕生した際の成長戦略の一環として、「攻めのコーポレートガバナンス」という言い方で、コーポレートガバナンスコード【原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】でも「上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。」となっている。しかし本来のエンゲージメント（建設的な対話）は会社の成長と企業価値向上のためだけにやるものではなく、企業価値毀損を未然に防ぐ事も目的とされるべきであり、今回の改訂で新たに監査役もエンゲージメント対象として加わったことを受けて「企業の健全で持続的な成長を確保し、社会的信頼に応える良質な企業統治体制を確立しつつ、中長期的な企業価値の向上に資するよう」というような文言が入るべきだと思うがどうか？

先方：エンゲージメントの目的についてハーミーズ・イオスとしては、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上だけでなく、機関投資家が企業との対話を通じて「社会的信頼に応える良質な企業統治体制を確立しつつ」を挿入することには強く賛成する。

当方：ハーミーズ・イオスのようなハーミーズの名前を冠して大手年金を顧客にするエン

ゲージメント専門の会社が日本の大企業のトップにあう度に「監査役に会わせてくれ」と繰り返し依頼することで次第に、日本企業の経営トップも、外国人投資家から会いたいと言われる監査役ポストの人選で、財務に通じているだけでなく、英語も堪能で非財務情報の監査も出来るような有能な監査役が次第に誕生するのではないか。さらに、その会社のコーポレートガバナンスが質的に高いのは有能な監査役がいるおかげだとなれば、監査役の資質が向上するだろう。

先方：どうやったら実際に機能している有能な監査役に会えるのか？

当方：ベストプラクティス事例としては、ソフトバンクの監査役に就任した方で、以前はシリコンバレーで働いていた関係で英語でのコミュニケーションに通じている方がおられた。彼に対して海外投資家から「御社はなぜ監査役会設置会社なのか？監査役とは何かがよく分からない」と何度も言われていたため、「監査役会設置会社の有効性」を説明するために米国にロードショーに行った事例であるが、その監査役は既に任期を終えている。現実に今、監査役として職務を行っている者に聞いて、そのような監査役を探してみたい。

(2) グラスルイス (Glass Lewis) 社

以下は 2022 年 9 月の第 44 回監査役スタッフ全国会議で基調講演「ESG／サステナビリティ経営の監督機能における監査役等に期待される役割」を行った講師のグラスルイスジャパン合同会社アジアリサーチ・ヴァイスプレジデント上野直子氏と面談した記録である。

上野氏に、コーポレートガバナンスコード改訂で可能になったにも拘らず、監査役と投資家との対話実現が極めて限られている原因について問うと、海外投資家の間で監査役の役割に対する理解が深まっていないからであり、「社長の首を切れない監査役には存在意義がない」から会う意味がないと言うよりは、エンゲージメントをする必要性がある立場であるかどうか、監査役の役割をよく理解していない投資家が多いからではないか、とのことである。

Glass Lewis の基本的立場は「監査役はガバナンス上重要な役割を担っているし法的権限もある」というものである。従い、投資家に対し具体的にどのように理解を求めるのかというと、現在の社内ルールで「社外役員 1/3 にすべしと言うルールは取締役と監査役の合計に対しての社外役員の比率」としていることによる。つまり、監査役が取締役会で多数決に参加する議決権は有していないものの、機能すれば社長に対して独立の立場でもの申すことで社長の暴走を抑止する法的権限を与えられた存在だ、と海外投資家には言っている。海外投資家も「理にかなっているものの、オペレーション上監査役会メンバーを含めて 1/3 ルールを適用することが難しい」としているところも多く実際にこのルールに沿って仕分けしている海外投資家はまだ数社のようなのである。自国にない仕組みを理解させるのはかな

りの努力を要する。但しこの社内ルールは来年から変更となる見込みとのことである。

国内の機関投資家でも監査役に対する評価は低いことが多数派だが Glass Lewis としては、監査委員会等設置会社は監査役会設置会社に比し、社外役員を増やさなくてもよいと言う極めて打算的な動機も多く評価していない、という。

サステナビリティ情報等の有報開示が 2023.3 末企業から求められるが、監査役の仕事は監査役会として自ら Assurance を行うというよりは、Assurance を外部に委託するかどうかを決めることで良い、と言うスタンスである。自分達が全てやろうとしても限界があろう。ただ、力量が無いならトレーニングを受けることは推奨されよう、という。

Glass Lewis としては力量無い方が監査役に就任されたとしてもトレーニングすれば知識は増やせると考えている。その意味で CFA 協会の ESG Certificate のような資格も有効だろう。執行部門の選任に際してはスキルマトリックスで取締役会メンバーについてのスキルを評価する仕組みを導入したが、今後は監査役が非財務情報を含めて監査することになるので、監査役メンバーについても同様のスキルマトリックスで人員を選ぶという社内ルールを作る必要もある。つまりサステナビリティが分る人を監査役会に置く必要があるだろう。

ソフトバンクは監査役設置会社だが、海外投資家から「なぜ監査役を置いているのか？」という質問を受けていた。そこで以前、シリコンバレーで働いていて英語に問題のない監査役が就任した 5, 6 年前にその監査役が「理解が難しい監査役の立場を正確に理解してもらうにはロードショーでこちらから出向く必要がある。」として海外を回って、Glass Lewis にも立ち寄ったことがある。そのように監査役が能動的に社外の投資家に会いに行くような行動をとることは、いわばボールに包まれている監査役の役割を明らかにする上で極めて有効である。

海外投資家が監査役と会う機会があれば議論すべきと推奨したいのは以下の 5 点：

- ① (✓) なぜ監査役設置会社を選択しているかの説明
- ② (✓) KANSAYAKU が企業統治で果たしている意義と監査役に関する理解浸透
- ③ (✓) 業務監査の在り方
- ④ (✓) サステナビリティへの監査役としての関わり
- ⑤ (✓) 取締役の職務執行の監査の実態 (例：取締役会での監査役の関わり方)

取締役会が機能しているか、社長だけでなく多様なメンバーが議論に参加しているか、監査役としてどう意見を述べているか、を明らかにすべしというのが Glass Lewis のスタンスである。

5. 金融庁の部局によって異なる監査役に対する期待度

これまで見てきたように、監査役をめぐる環境変化を受けて、世界の「物言う株主」のハーミーズも監査役に興味を示したり、議決権行使会社大手のグラスルイスも監査役にエールを送るようになった。

その中でこれまで企業がバナンスに関連した不祥事が起きる度に金融庁は一貫して監査役の権限を強化してきたのは周知の通りであるが、監査役をどこかの部局が一手に見ているわけではなく、より詳細に金融庁の部局毎のスタンスを見ると、実際には監査役に対する見方にかなり濃淡があることがわかる。

(1) 総務企画局企業開示課

コーポレートガバナンスコード（以下 CG コード）や金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告を所管するのは金融庁総務企画局企業開示課であるので、監査役に関係する部分についてヒアリングをした⁷。「監査役はなぜ実態として機能しないのか」という投資家の素朴な疑問にどう答えるかという問いに対し「二つの側面がある。一つは投資家が求めているのが主に成長で、経営自体にフォーカスして企業の ROE や PBR に焦点が当たりがちなため、監査役の仕事に投資家の注意が向きにくいという側面だ。もう一つは不正防止という意味では単に監査役の法的権限強化だけでは難しいという指摘を踏まえ最近の動きとしては、特に大会社で監査役に入っていない重要情報が多いのかもしれないということから内部統制強化のためのデュアルレポーティングを求めたり、委員長の視点による監査の状況の認識と監査役会等の活動状況等の説明を求めると改訂した。そもそも監査役に関心を抱いている投資家が少ないという事実はある。実際に有効に機能している監査役がどこにいるかと聞かれても、監査役が主導してコーポレートガバナンスの実が上がったということは自ら言いづらいので、そのことを対外的にアピールする監査役は極めて例外的になるのだろう。当課としてもそのような能動的で有効に機能している監査役がおられれば会ってみたい。」という。

2021 年の CG コード改訂では監査役を選任する上で監査役会の実効性を確保するための前提条件が明示された：

【原則 4-1-1 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に財務・会計に関する十分な知見を有している者が 1 名以上選任されるべきである。

⁷ 金融庁企業開示課 谷口達哉氏とのオンライン面談記録より 2023.2.24

先に述べたように、監査役には2023年3月期決算からは非財務情報の監査も期待されるように有報開示が変更される。その意味で「財務・非財務・会計・法務に関する知識」と修正し、「非財務」に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されることが必要になるだろう。

【補充原則 4-11①】

取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。

非財務情報の監査も必要となることを受けて、スキルマトリックスは取締役会のみならず監査役会にも必要になる。この点について企業開示課によると「既に監査役に対してもスキルマトリックスを使っている会社はある。全般的には取締役よりも監査役の方が勉強熱心であり、コーポレートガバナンスコードや会社法でも監査役が持つべきスキルについて言及した箇所もある。だから取締役の資質を上げるためにそのスキルマトリックスを採用したわけだ。監査役の資質を上げる際のボトルネックは人材難だ。」という。

【原則 5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】

上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。

ハーミーズと議論して先方も同意したようにここは「企業の健全で持続的な成長を確保し、社会的信頼に応える良質な企業統治体制を確立しつつ、中長期的な企業価値の向上に資するよう」と修正すべきではないかという点につき企業開示課によると「企業価値毀損を防ぎつつ会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するというのは当然であり、他の場所でも守りのガバナンスについても触れており、ここはこのままで問題ないと考えている。」という。

ディスクロージャー・ワーキング報告（2022.6）

・ 監査役又は監査委員会・監査等委員会等の委員長の視点による監査の状況の認識と監査役会等の活動状況等の説明

- *KAM* についての監査役等の検討内容
- *Dual reporting line* の有無を含む内部監査の実効性の説明

実際にどの程度の監査役とのエンゲージメントが実現しているか金融庁で把握し、より詳細なベストプラクティスを開示するべきではないだろうか、という点につき企業開示課では「当課としても監査役にフォーカスしたわけではないが、海外投資家から『IR 役員でなく経営トップに会いたいアクセスしにくい』という声は聞いている。国内投資家からは、『監査役に会いたいと思うのは不祥事直後だが、監査役からは現在調査中、というような回答で会えない』という話は聞く。またエンゲージメント実態の把握は東証がコーポレートガバナンス報告書で公表していくということになっている。但し、エンゲージメントの報告の際に、監査役だけを取り出した数値公表を東証が求めるかどうかは不明だ。」という。

資産運用業の高度化を含むインベストメント・チェーンの機能強化を考える上で、監査役が我が国のコーポレートガバナンスに果たす役割は大きなものがあり、金融庁が度重なる取締役会の不正の度に監査役権限を強化してきた歴史的経緯があるものの企業経営者の監査役選任の実態を見る限りにおいて、必ずしも内外の投資家から信任を得られるような資質を持った監査役が支配的というわけではない点については、有能で能動的な監査役の人材難を企業開示課ではその理由として挙げていた。

そもそも海外投資家の間で監査役の役割に対する理解が深まっておらず「社長の首を切れない監査役には存在意義がない」から会う意味がないと主張する The Asian Corporate Governance Association (ACGA)⁸のような組織も存在する。実際に監査役にエンゲージメントをする必要性がある立場であるかどうか、監査役の役割をよく理解していない海外投資家が多いのが実情である。

(2) 総合政策局総合政策課

総合政策課は金融庁の中で、どこかの部局が担当するか決めきれない案件などを扱っている。ここ数年、総合政策課の出したレポートで話題になっているのがプログレスレポートである。これは資産運用会社等とのモニタリングや対話を通じて把握した資産運用の高度化に向けた取組みの進捗状況、それらを踏まえて更なる取組みが必要と考えられる事項や資産運用ビジネス全体の課題及び金融庁の対応について取りまとめたものである。

⁸アジア全域で効果的なコーポレートガバナンスの実践に向け、投資家、企業、規制当局と協力することを目的として調査しその論を主張し教育する、独立した非営利の会員制組織（ホームページより）

資産運用業の高度化を含むインベストメント・チェーンの機能強化を考える上で、プログレスレポート 2022 には(1)独立性の確保と検証体制の整備の中で「顧客利益最優先の業務運営や運用力強化に向けた取組みが実効性を伴うものとなっているかについて、独立社外取締役等の第三者が検証する体制を整備・機能させることが重要である」とあり、「各社においては、取締役会に加えて、責任投資や顧客本位の業務運営の状況を検証する会議体が社外取締役もメンバーに加えた上で設置されている。経営層は、顧客である投資家の利益を最大化するために、独立性と顧客利益最優先の立場での適切な検証機能を確保する、ガバナンスの強化を図っていくことが重要である。」ともあるが、このプログレスレポート 2022 には監査役等への言及が全くない点について企業開示課に聞いた話としては「プログレスレポート 2022 は成長方針が課題だという問題認識で人的資本など経営そのものの問題を正面に置いている関係上、監査役にまで言及されていない、ということだろう。」という。

6. 投資家に面談する監査役の能動的な姿勢の重要性

このように金融庁の中でも監査役がコーポレートガバナンスの向上に貢献することに対する期待に違いがあるのは残念ながら事実だが、監査役がガバナンス上重要な役割を担っており、その法的権限も長い期間を経て整備されてきている以上、監査役や投資家および当局がこれから留意する点として以下の五点を強調したい。

第一点は今後、非財務情報を含めて監査できるような監査役が求められ¹⁰、企業価値を形成するのはむしろ財務情報よりも非財務情報だといわれる現在、**監査役人材のより一層の質的向上**が求められる。そのためには株主総会で選任される監査役として、取締役会だけでなく**監査役会メンバーにもスキルマトリックスを適用**して、株主対話に耐えられるような資質を備えた監査役を選出し、監査役サポート体制をより一層整備することが必要である。また、監査役として任命された人材も自ら努力して、**非財務情報も含めた監査が出来るようになる**なければならない。いわば自らを選任した上司としての株主との面談が日常化すれば、より一層の緊張感を持つ監査になり無気力な監査役は一掃されよう。

第二点はそのように財務・非財務を合わせて監査ができるようにすることと同時に、**取締役会での議論で監査役がどのように関わってガバナンスを向上させているのか**を対外的に積極的に発信する態勢を整える必要がある。特に海外投資家にとって監査役会制度は馴染みがないので、むしろ海外ロードショーに同行するなど監査役の役割に対する理解を投資

¹⁰ CFA 協会では ESG 資格の検定試験を英語で実施している
<https://www.cfainstitute.org/en/programs/esg-investing>

家によりよく理解させる目的で、**監査役側から投資家に対して能動的に働きかけていく必要**があろう。その意味ではディスクロージャー・ワーキング報告が打ち出した「監査役又は監査委員会・監査等委員会等の委員長の視点による監査の状況の認識と監査役会等の活動状況等の説明」を質量とも充実させることによって、**監査役が実際のところどのような認識で活動をしているかにつき、対外的に明らかにすることは極めて重要**である。

第三点として、エンゲージメントの対象に監査役を含めた CG コード改訂を受けて、**内外投資家の側も監査役を再評価してエンゲージメントの対象となり得る監査役かどうかを吟味することが必要**である。筆者が調べた範囲では、海外投資家のエージェンツとして国内で活動するスチュワードシップ・サービス会社の幹部から聞いた話によると、他の投資家が企業へのエンゲージメントで IR を通じて社外取締役にあポをとることすら数が多い中、親しい関係を作った CEO と一対一で会える際に、既にパブリック情報として明らかにされている過去の取締役会での議論を監査役にヒアリングしたいと申し出て監査役に実際に会えると、調査対象企業に対する理解が立体的に深まり大きなアドバンテージになるという。これはライバルの他投資家が注目していない情報ソースに眠っている情報を合法的にエンゲージメントで引き出す手法とも言えるわけであり、CEO など企業執行部が語る成長ストーリーの裏側に潜む潜在的なリスクを探し出して、近い将来、万が一、企業不祥事が明らかになって株価が一瞬で暴落するような危険性を未然に防ぐことに繋がる可能性もあろう。

第四点として、所管する当局において監査役に対する期待度合いがまだらになっている現状を改め、**金融庁内で部局毎に異なる監査役に対するスタンスを是正し、コーポレートガバナンスコードにあるような監査役重視の方向に統一する必要がある**であろう。たとえば金融機関からのヒアリングをした際に、監査役がガバナンス向上に役立たないと金融機関が言っているから監査役に関心を持ってない、と切り捨てるべきではない。**監査役の英文呼称を監査役協会と再度、調整して統一化**することも重要である。現在でも数では圧倒的に監査役会設置会社が我が国のコーポレートガバナンス体制として支配的である現実を踏まえ、**監査役とのエンゲージメントについてのベストプラクティスを実践している事例を調査して内外投資家に参考となるよう公表する必要がある**であろう。

第五点として、このように**投資家がエンゲージメントの対象として能動的な姿勢の監査役と対話**をすることで、我が国のコーポレートガバナンス向上に貢献できる、というのが最も大事なポイントである。これまでのコーポレートガバナンスに関する論点で「投資家と監査役との連携」はあまり注目されてこなかったし、学術関係者による先行研究もあまりない。監査役としていくら誠実に監査をしてもそれが外部から評価されるケースもほぼなかった。企業開示課も、監査役として社長に物申せるような本当に独立した人が選ばれているのか、という「独立性」は差別化になるだろう、という。今後、**投資家と監査役が対話をすれば監**

査役の社内でのプレゼンスも上がり、監査の実効性も高まり、執行部からも一目置かれるようになり、監査役の自己実現の意欲も高まるという Win-Win の関係が期待できよう。

7. あとがき

では最後に、我が国のコーポレートガバナンス向上に結びつくような投資家と監査役との面談トピックを参考までに挙げておこう：

【監査役から投資家への説明】

- 1.なぜ監査役設置会社を選択しているか
- 2.監査役が企業統治で果たしている意義と監査役に関する理解の浸透
- 3.業務監査の在り方の実態
- 4.KAM選定プロセス
- 5.サステナビリティへの監査役としての関わり
- 6.取締役の職務執行の監査実態（例：取締役会での監査役の関わり方）

【投資家から監査役への質問】

- a.監査役職務の範囲
- b.監査役能力・・・人的能力/組織体制
- c.監査役監査におけるリスク評価と監査計画
- d.外部監査プロセスの評価
- e.監査役監査実施結果
- f.監査役監査自体の有効性評価

このようなトピックを監査役と投資家が日常的にエンゲージメントで対話することで、我が国のコーポレートガバナンスがじわじわと向上する方向へと期待がもてるのではないだろうか。

以上