
社外取締役向けケーススタディ集

—想定される場面と対応—

2023 年 6 月 30 日



経済産業省
Ministry of Economy, Trade and Industry

目次

1. はじめに	1
2. 各ケーススタディの一覧	2
ケース 1(経営の方針への関与)	3
ケース 2(経営の方針への関与)	13
ケース 3(指名・報酬決定プロセスへの関与)	24
ケース 4(指名・報酬決定プロセスへの関与)	33
ケース 5(指名・報酬決定プロセスへの関与)	42
ケース 6(個別の業務執行の意思決定への関与)	54
ケース 7(個別の業務執行の意思決定への関与)	65
ケース 8(個別の業務執行の意思決定への関与)	74
ケース 9(取締役会、委員会の実効性評価)	83
ケース 10(株主、投資家、顧客、従業員等との対話、情報発信)	92
ケース 11(株主、投資家、顧客、従業員等との対話、情報発信)	101
ケース 12(内部通報窓口・相談先としての対応、不正や問題発見時の関与)	109
コラム 社外取締役の実効性強化に向けた取組み ～社外取締役の助言を、いかにして執行 に反映させるか～	118

1. はじめに

本ケーススタディ集は社外取締役やその候補者向けの研修コンテンツの充実を図ることを目的として、委託調査(令和4年度産業経済研究委託事業(社外取締役の研修やトレーニングに関する調査))を基に作成したものである。

本ケーススタディ集では、12のケースについて社外取締役が取締役会や各種委員会で直面するであろう場面と課題を提示し、各ケースにおいて社外取締役として求められる行動や留意すべき点等を掲載している。

➤ ケース設例

想定される特定の場面や課題を提示

➤ 解説・回答例

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

・社外取締役として対応する際に、土台として必要となる主な知識・スキルを記載

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

・社外取締役として対応する際に、事前に収集すべきことや検討しておくべきことを記載

③ 本ケースにおける回答例

・社外取締役として対応する際に、どのような観点から、どのように考え、どのように行動するのが良いか等について記載

➤ 補足情報

各ケースに関連する企業の好事例/失敗事例や関連するテーマに関する考え方等を記載

本ケーススタディ集は、社外取締役が、ケーススタディを題材とする研修やトレーニング(以下「研修等」という)での活用だけではなく、実際に取締役会や各種委員会で課題に直面したときに社外取締役としてどう振る舞うかを考える際に参照されることも想定している。社外取締役の質をより一層高め、社外取締役がその責務や期待される役割を果たせるよう、本ケーススタディ集を研修等で活用いただきたい。

また、本ケーススタディ集では、研修等の受講に関する言及があるが、社外取締役向け研修等の活用についての理解を広げることを目的として、「社外取締役向け研修やトレーニングの活用の8つのポイント」を作成し、公表しているため、併せて参照されたい。

本ケーススタディ集は、委託調査の結果を基に、特定の場面において社外取締役に求められる行動や留意すべき点等についての一例を掲載しているものであり、社外取締役としての考え方や行動がこれらに限定されるものではないことに留意されたい。個々の社外取締役に特に期待されている役割・機能も意識しつつ、その会社の状況や実際の場面に応じ、社外取締役として自ら考え、行動することが求められている。

2. 各ケーススタディの一覧

社外取締役に期待される役割		ケース	
取締役会・委員会等での議論、意思決定	経営の方針への関与	1	取締役会において中期経営計画の議案が付議された。社外取締役として、どのように評価・関与すべきか。
		2	今後のガバナンス体制について意見を求められた際に、どのような意見を述べるべきか。
	指名・報酬決定プロセスへの関与	3	指名委員として社長の後継者を検討することになった。どのように指名プロセスに関与すべきか。
		4	就任先企業の業績悪化が進んでいる状況で、社外取締役として執行側をどのように評価し、改善を働きかけるべきか。
		5	報酬委員として、役員報酬制度をどのように評価し、発言すべきか。
	個別の業務執行の意思決定への関与	6	業務執行上の重要な意思決定(大型事業投資、M&A など)の議案が付議された場合に、どのようにリスクを評価し、ブレーキをかけるまたは後押しをするべきか。
		7	就任先企業が外部から買収提案を受けた際に、社外取締役として何を検討し、どのように振る舞うべきか。
		8	親会社など支配株主がいる場合、支配株主との取引等につき、取締役会でどのように振る舞うべきか。
	取締役会、委員会の実効性評価	9	取締役会の実効性評価に際して、評価方法や評価結果の活用の見直しに関して、社外取締役としてどのように取締役会全体に働きかけるべきか。
株主・ステークホルダーの意見の反映	株主、投資家、顧客、従業員等との対話、情報発信	10	機関投資家から社外取締役として指名され、対話機会を求められた。どのような観点からコメントを考え、振る舞うべきか。
		11	アクティビストファンドから事業に関する提案レターを会社が受領した。社外取締役としてどのように捉え、どのように対応すべきか。
コンプライアンスの監督	内部通報窓口・相談先としての対応、不正や問題発見時の関与	12	会計不正や品質問題等の不祥事が発覚した場合、社外取締役としてどのように対応すべきか。また、不祥事の発生防止のため、社外取締役としてどのように経営の監督を担うべきか。

ケース1(経営の方針への関与)

“取締役会において中期経営計画の議案が付議された。社外取締役として、どのように評価・関与すべきか。”

■ ケース設例

あなたはスタンダード市場に上場する食品関連企業A社の社外取締役である。同社は、栄養関連食品から菓子類に至るまで、食品関連の複数の事業領域を持つ。

同社は、“技術力によって世界の食問題を解決するグローバル食品カンパニーとなる”を長期ビジョンとして掲げ、そこに向けた重点施策として、「グローバルカンパニーへの進化に向けた海外展開の加速」「新たな食品関連テクノロジーへの投資余力の確保に向けた資本効率性の向上」を挙げている。なお、現在の海外売上比率は全社で40%となっているが、各事業領域で異なり、栄養食品事業と乳製品事業が海外事業の成長を牽引している。また、全社のROICは5%と、グローバルの競合(ROIC15%)とは大きく水をあけられている。

今回の取締役会において、来年度以降の中期経営計画が付議されることになり、事前に配布された資料を確認したところ、事業領域ごとの計画が記載されていたが、それぞれの事業を少しずつ成長させていくという内容であり、グループ全体の長期ビジョンや重点施策との関連性が具体的に示されていないものとなっていた。また、食品業界では、製造・販売過程でのCO₂の排出やフードロスなどの社会課題も多いが、これらの課題に対する企業の姿勢・取組みは明確に示されていない。この点について、来年度以降の中期経営計画においても特段触れられていなかった。

なお、取締役会とは別に設けた社外取締役とCFOによるディスカッションの場において、CFOを務める社内取締役から、「全社ROIC改善のためには、不採算事業である菓子事業や飲料事業の整理を進める必要があるということを、CFOである自分から経営会議で問題提起したが、同事業を管掌する役員の強い反対があり、その議論は暗礁に乗り上げ、その後、本格的な議論はされていない」と聞いている。

なお、同社の取締役会は、通常、経営会議等で事前に社内合意を経た議案が付議される形で運用されており、今回の中期経営計画も社内ではほぼ固まった段階のものであり、取締役会での最終承認を目的に付議されている。

参考:A社の各事業の概要及び売上/当期純利益(前事業年度実績)

	事業内容・状況	売上 (億円)	当期純利益 (億円)
栄養食品	栄養補助食品やサプリメント等の製造・販売。海外(米国・欧州)事業が好調 近年ではフードテック関連企業への買収・投資も進め、代替食品事業にも進出	300	35
乳製品	牛乳やヨーグルト等の乳製品の製造・販売 海外(米国・東南アジア)での粉ミルク事業が好調	200	19
菓子	スナック菓子の製造・販売 国内市場がメインだが、高いシェアを誇る製品がなく他社との競争が激化	70	5
飲料	コーヒー等のペットボトル飲料ブランドを展開 国内市場がメインだが、高いシェアを誇る製品がなく、飲料を専業とする他社との競争が激化	50	2

【検討すべき事項】

あなたは社外取締役として、中期経営計画をどのような観点で評価すべきか。また、中期経営計画の策定プロセスにおいて、どのように関与することが望ましいか。

■ 解説・回答例

＜回答を考えるに当たっての主なポイント＞

① 必要となる主な知識・スキル

➤ 企業経営やコーポレートファイナンスに関する最低限の知識

- ・ 売上・利益等の PL 指標のみならず、資本効率性といった観点からも経営計画を評価できるよう、最低限のファイナンスの基礎知識が必要

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 企業を取り巻く環境に関する理解

- ・ 外部の目線から客観的に評価することも社外取締役の重要な役割の一つであり、企業を取り巻く社会構造やその変化、業界の動向等についての把握が必要

➤ 各事業内容に関する基本的な情報の収集

- ・ 各事業に関する基本的な情報として、例えば事業毎の市場環境、主要な財務指標の変化、主要な競合他社の動き、自社製品・技術等の強み等への理解が必要

➤ 現在及び過去の中期経営計画の内容や検討プロセス・経緯の把握

- ・ 中期経営計画の策定期間やプロセスを企業側に確認することが必要

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ 企業経営やコーポレートファイナンスに関する最低限の知識

- ・ 社外取締役として、議題の内容を客観的に判断するにあたっては、企業の経営計画が真に企業価値の向上につながるものとなっているか、また、投資家等の外部ステークホルダーに対しても説明責任が果たせる内容になっているかという観点から検討する必要がある。企業経営経験の有無に関わらず、企業経営や経営戦略に関する幅広い知識が必要となる。加えて、数値等の面からも経営計画について客観的な評価を行うことが求められるため、会計やファイナンスに関する知識も必要となる。特に、業務執行者から独立した立場である社外取締役として、売上・利益等のPL指標のみならず、資本効率性といった観点からも経営計画を評価すべきであり、関連するファイナンスの基礎知識は最低限、身に付けておく必要がある。
- ・ また、複数の事業領域を持つ多角化企業の場合には、一事業だけではなく、企業全体の価値の向上を考える必要があり、事業ポートフォリオマネジメントに関する知識も併せて必要である。
- ・ 企業経営に関する知見として、社外取締役自身の経営経験に基づく知見が重要なことはいままでもないが、企業経営経験の有無に関わらず、研修等実施機関で開催される経営戦略に関する講義等に参加し、知識のアップデートを行うことも有効であると考えられる。例えば、コーポレートファイナンスに関する知識は専門家による座学形式の研修

を活用して習得すると共に、企業経営に関する知識は、他受講者とのディスカッションを伴うケーススタディ等のインタラクティブな研修を活用し、実践的な知識として習得することが考えられる。

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

➤ 企業を取り巻く環境に関する理解

- ・ 経営計画について議論する際は、企業を取り巻く環境やその変化を十分に把握し、経営として先手を打って対応できているかについて、社内の論理・常識にとらわれず、外部の目線から客観的に評価することも社外取締役の重要な役割の一つである。
- ・ そのため、企業を取り巻く社会構造やその変化、業界の動向について把握する必要がある。また、特に就任先企業のビジネスがテクノロジーにより大きく影響を受けることも考えられるため、最新のテクノロジーや関連するテクノロジーの動向についても、把握することが望ましい。
- ・ 社外取締役として求められる役割を果たす上では、過去の経験や知識をベースとするだけではなく、日々の環境変化にアンテナを立て、常に知識のアップデートに努めることが求められる。
- ・ なお、企業の取締役会として学習することが必要な内容については、社内での勉強会や外部講師を招いた研修の企画を企業側に依頼することが考えられる。また、研修等実施機関においても、こうした内容に関するセミナーや勉強会は開催されているため、必要に応じてこういったものを活用することも一案である。

＜参考＞社外取締役の取組例

- ・ アメリカのコーポレートガバナンス関連団体において、企業社会で問題になっていることや、テクノロジーの状況など取締役会で議論されるテーマを広範に勉強する場が提供されており、そういう場に出て行って新しい視点を取り組む努力をしている。
- ・ 海外の取締役会で話題になっていることは、日本でも数年後には話題になるので、海外の状況を定期的に知り、取締役会での視点に活かすことは重要だと考えている。

（出所：経済産業省「社外取締役の実像」より抜粋）

➤ 各事業内容に関する基本的な情報の収集

- ・ 社外取締役には、会社全体の方向性について客観性をもって評価することが役割として求められるため、執行側と同じレベルで各事業内容に精通する必要はないが、中期経営計画の妥当性を評価する上では、各事業に関する基本的な情報は収集し、把握しておく必要がある。
- ・ 基本的な情報には、例えば、事業毎の市場環境（市場規模や成長性 等）、主要な財務

- 指標の変化、主要な競合他社の動き、自社製品・技術等の強み等への理解が含まれる。
- ・ 個々の事業内容に関する理解を深める上では、就任時に事業の責任者等から事業内容に関する説明を受けるとともに、事業環境は日々刻々と変化するため、就任後も定期的に事業の責任者等と対話する機会を持ち、状況をアップデートすることが望ましい。
 - ・ また、業界全体の動向を把握する上で、事業に関連するニュース・報道等に日頃から注意を払っておくことも望ましい。
- 現在及び過去の中期経営計画の内容や検討プロセス・経緯の把握
- ・ 今回のケースでは、ある程度中期経営計画が固まった段階で取締役会に付議されていることが想定されるが、中期経営計画は対外公表されていることが一般的であるため、いつが最終年度であるのかについて社外取締役自身があらかじめ把握し、次の中期経営計画がいつ策定されるのか、どういったプロセスで策定する予定なのかについて、企業側に確認しておく必要がある。
 - ・ 具体的な検討に向けては、過去からの中期経営計画の内容を理解し、当該計画が策定された際の議事録等を閲覧しておくことも有益となる。
 - ・ 今回の策定に際し、取締役会に付議されるまでの検討経緯について、経営会議の会議資料や議事録の共有を依頼するといった方法により、理解を深めることが有効である。また、執行からは独立した立場であることには常に留意をしつつ、可能であれば、必要に応じて、作成担当部門や各事業の責任者に検討経緯をヒアリングすることや、経営会議等にオブザーバーとして参加することも有効な手段の一つである。
 - ・ 取締役会での議論を活性化させるためには、多くの時間を議論に割くことが必要であり、事前にこれまでの検討経緯を把握するだけでなく、内容に関する質疑応答も可能な限り事務局等との間で済ませておくといった工夫も考えられる。

③ 本ケースにおける回答例

- 中期経営計画は、基本的には事業の特性や企業が置かれた状況に精通し、実際に事業を運営する執行側が中心となって案の作成を行うものである。社外取締役としては、経営の監督を行うにあたって、執行側が作成した経営計画の案が、真に企業価値の向上につながる内容となっているか、また、投資家等を含む外部のステークホルダーに対して説明責任を果たせる内容になっているかについて、以下のような観点に留意しつつ、客観的な目線でその内容を評価することが求められる。

I. 中期経営計画の評価の観点

(i) 長期ビジョンとの整合性の検証

- ◇ 中期経営計画は3～5ヶ年程度の単位で作成されることが多いが、多くの企業では、その前提となるミッション・バリュー・パーパスや長期ビジョン、中長期の経営戦略といった、より長期的な企業の方向性を定めていることが考えられ、この内容と整合がとれているか(中期経営計画がその達成に資するものとなっているか 等)について、客観的に評価することが必要である。
- ◇ また、複数の事業が存在する企業においては、企業全体の価値を向上させることを念頭に、中期経営計画に示される経営資源配分の在り方や事業ポートフォリオ構成が最適な形になっているかという観点で、独立した立場から客観的で中立的な評価をする必要もある。
- ◇ 限りある経営資源の中で、環境変化に適応し長期ビジョンを達成するためには、自社の競争優位性が発揮される分野に経営資源を集中させることも不可欠であり、自社が各事業の「ベストオーナー※」であるかを冷静に見極め、場合によっては事業の切り出しや売却を含めた経営判断を客観的かつ独立的な立場で後押しすることも求められる。

※ ベストオーナーとは、当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される経営主体を指す。(経済産業省「事業再編実務指針」)

- ◇ また、経営陣が策定した経営計画が中長期の経営戦略等に裏付けられているか確認すると同時に、その進捗状況を可視化し、客観的にモニタリングするためには、適切な財務・非財務のKPIに落とし込まれていることを確認することも重要である。特に、上場企業である以上は、資本コストを踏まえた資本収益性も考慮したKPIを設定すべきであり、社外取締役として、この点について積極的に経営陣に働きかけるべきである。そのため、具体的なKPIを明確に定めていないのであれば、そのような点について議論することが考えられる。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ A社は、“技術力によって世界の食問題を解決するグローバル食品カンパニーとなる”

を長期ビジョンに掲げているが、当該長期ビジョンと重点施策との関連性が明確に示されていない状況にあると考えられる。まずは、長期ビジョンの達成から逆算した事業戦略（例えば栄養食品事業における新技術の開発や関連する企業の買収・出資などの投資を見据えて、栄養食品事業に経営資源を集中させる 等）が策定されるよう働きかけることも考えられるのではないかな。

- ・ 中期経営計画の原案の通り、各事業をそれぞれ伸ばしていく形ではなく、特に不採算事業である菓子事業や飲料事業については、CFOの指摘通り整理を進め、栄養関連の新技術の開発・獲得のため、投資余力を確保する必要があるのではないかな。CFOの意見を踏まえた検討について、菓子事業や飲料事業を管掌する社内役員から強い反対があったとのことだが、不採算事業である事実を踏まえて後押しすることも考えられるのではないかな。
- ・ 菓子事業や飲料事業は自社としての明確な強みを打ち出せず他社とのシェア競争に苦戦しているが、事業ポートフォリオの見直しについて、自社が「ベストオーナー」なのか否か、同業他社等への売却や事業としての独立を進めたほうが成長に向けた投資を得ることができるため、自社事業の成長にとっては最適解なのか否か、といった観点での判断も考えられるのではないかな。
- ・ 中期経営戦略にKPIが明確に存在していないのであれば、資本コストを踏まえたKPIとして、各事業のROICやグループ全体のROEといった指標を設定することも考えられるのではないかな。

（ii）事業環境を踏まえた戦略であるかの確認

- ◇ 新卒一括採用や終身雇用といった慣習が定着しており、海外に比べて人材の流動性が低いとされる日本企業では、経営計画の策定においても社内の論理に陥りやすい傾向があると考えられる。このため、社外取締役は企業を取り巻く環境やその変化を冷静に見極めながら、企業が適切な対応を講じているか、それが中期経営計画に適切に反映されているかについて、客観的に検証し、社内にはない知見を随時インプットすることが求められる。
- ◇ 例えば、ESGやサステナビリティなど、グローバルレベルでの潮流をとらえ、企業の経営戦略にそれらが適切に反映されているかについて、評価することも求められる。設問では、社会課題に対する取組みが中期経営計画に明確に示されていないため、この点について議論することが考えられる。
- ◇ なお、特にサステナビリティに関しては、近年重要性が高まっており、企業が対処すべきリスクであることを超えて、長期的かつ持続的な価値創造に向けた経営戦略の根幹をなす要素となりつつある一方、執行側（経営陣）での検討体制や監督側（取締役会）でのモニタリング体制が整備されていないケースも多いため、戦略に反映した場合には特に、サステナビリティに関する取組みを全社的かつ

効果的に進めるための環境を整えることも必要である。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 食品関連業界は、世界レベルでの人口増加に伴う食糧資源の枯渇や、脱炭素といったサステナビリティ関連の動向等、企業を取り巻く環境がめまぐるしく変化する業界の一つであり、企業の持続的な成長に向けては、これらの環境変化に対する企業としての対応方針を明確にすることが重要ではないか。
- ・ 例えば、食料資源の枯渇といった食問題に対応するためにも、栄養食品事業へ経営資源を集中させる必要性（逆に、長期ビジョンの食問題の解決に直結しない菓子や飲料事業の位置づけの見直し）や、調達・製造・販売までのプロセス全体での脱炭素化に向けたサプライチェーン改革への対応などについて、中期経営計画にて方向性を明確にすることが考えられるのではないか。
- ・ サステナビリティ課題に対して効果的に取り組むための社内体制が整備されていないと考えられるため、自社としてCO₂排出量の削減などにかかる非財務指標をKPIに設定し中期経営計画において方向性を示すと共に、当該指標の達成に向け、サステナビリティに関する検討体制を執行側に整備することや、サステナビリティに関する委員会を監督側に設置してモニタリングを行うための体制整備を推し進めることも考えられるのではないか。

Ⅱ. 策定プロセスへの関与

（ⅰ）計画の最終承認段階前から関与する機会を持つ

- ◇ 社外取締役として、各事業における事業計画の策定に関与すべきではないが、中期経営計画の土台となる長期ビジョンや中期経営計画の大きな方向性等については、議論されている内容を検討の段階で把握し、前述の観点に基づいて内容を評価した上で、具体的な計画への反映も含めて、経営陣に対応を働きかけることが望ましい。
- ◇ しかし、企業によっては、内容がほぼ固まった段階で取締役会に初めて付議され、承認を求められることもあり、この場合には、方向性を大きく見直すことが難しい。こうしたことを避けるため、特に新たな中期経営計画の公表が予定される年の前年においては、社外取締役から執行側に中期経営計画の策定スケジュールやプロセスをあらかじめ確認し、適切な関与を行うことができるように働きかけることも重要となる。

＜本ケースによる考え方の例＞

- ・ 中期経営計画が社内ではほぼ固まった最終承認段階で取締役会に付議されており、その段階で内容の見直しを経営陣に働きかけることは現実的に難しい場合もある。そのため、

計画が固まる前に複数回に分けて取締役会のアジェンダとして取り扱うことや、長期ビジョンや中期経営計画の大きな方向性については草案の段階から取締役会で議論できるよう、執行側に依頼することが必要ではないか。

- ・ 時間を掛けてしっかりと議論するため、取締役会とは別に集中討議の機会を持つことを経営陣に働きかけることも一案ではないか。

(ii) 策定後も定常的に進捗状況をモニタリングする

- ◇ 社外取締役は、策定時のみ関与するのではなく、その後の進捗状況についても、事業環境変化やリスク要因に留意しながら、取締役会場で定常的にモニタリングを行うことが求められる。
- ◇ 取締役会の付議事項として進捗状況が上がってこない場合は、経営陣や事務局に議題として定期的に取り上げることを働きかけるほか、取締役会以外に経営陣と対話する機会を設け、社外取締役としての課題意識を伝える、取締役会実効性評価の中で課題として取り上げ、対応を促すといった方法も考えられる。

■ 補足情報

＜好事例①＞

- 対外的に公表される経営方針が取締役会に付議された際、社外取締役が「各事業部からあがってきた事業計画を寄せ集めているだけで、経営方針でも何でもなし」と経営陣側に意見した。
- 従来は、作成された経営方針について、取締役会では中身については深く議論せず承認するという形をとっていたが、上記の社外取締役の意見提示がきっかけとなり、社外取締役を含め戦略について議論する場を多く設けるようになった。結果として、次期経営方針の策定時には、素案の段階から時間をかけグループの経営方針に関する議論を深める形となった。

（出所：経済産業省「社外取締役の実像」インタビューより抜粋）

＜好事例②＞

- 長期ビジョンの策定段階から事業ポートフォリオの構造に関する議論が必要であることを社外取締役として問い続けてきた。また、投資家目線では数値目標も示すべきであることを提言し続けてきた。
- 結果として、当初は具体性にかけていた案も、中期経営計画がまとまった段階では、長期ビジョン達成に向けた具体的な施策や経営資源配分が数値目標を含め明確に示される形となった。

（出所：公開情報に基づきデロイトトーマツコンサルティング作成）

ケース2(経営の方針への関与)

“今後のガバナンス体制について意見を求められた際に、どのような意見を述べるべきか。”

■ ケース設例

あなたはプライム市場に上場する監査役会設置会社である化学メーカーの社外取締役である。同社の取締役会の構成は社内取締役8名、社外取締役4名であり、取締役会議長は社内取締役である取締役会長が務めている。また、同社では監査役会のほか、任意の指名・報酬委員会を設置している(なお、指名・報酬委員会は分離しておらず、1つの委員会として設置している)。

同社は全体売上高に占める海外売上高比率が70%、そのうち海外売上高に占める中国での売上比率が50%(全体売上高に対しては35%)と半数を占める。

同社では10年前に当時の社長を含む経営トップが関与する全社的な情報の不正利用(営業秘密侵害等)が発覚し、社内でもガバナンス強化の意識が高まっている。なお、不正に関与した当時の経営陣は、既に全員退任している。

なお、取締役会議長を務める会長をはじめ、一部の社内取締役は、不正後の立て直しをしっかりと行ってきた自負から、経営の監督の強化を目的とした機関設計の変更や取締役会の位置づけの見直しなどに関するこれ以上の改革には消極的である。一方で、社内取締役の中には社長をはじめとして、過去の記憶を教訓とし、ガバナンス強化を今後も積極的に推進すべきである、と考えている者も存在している。

参考:取締役会の構成 (なお同社では、取締役会のスキル・マトリックスは未作成)

	役職	国籍	性別	その他役職、主な経歴
社内	取締役会長	日本	男性	取締役会議長 指名・報酬委員会委員長
	代表取締役社長	日本	男性	指名・報酬委員
	代表取締役副社長	日本	男性	—
	専務取締役	日本	男性	—
	専務取締役	日本	男性	—
	常務取締役	日本	男性	—
	常務取締役	日本	男性	—
	常務取締役	米国	男性	—
社外	社外取締役	日本	男性	指名・報酬委員、弁護士
	社外取締役	日本	男性	指名・報酬委員、経営経験者
	社外取締役	日本	男性	指名・報酬委員、学者
	社外取締役	日本	女性	指名・報酬委員、会計士

そうした中、あなたは社外取締役のうちの一人として、ガバナンス改革に積極的に取り組むべきだと考える社長から、「今後の取締役会で同社のガバナンス体制について付議しようと考えているが、どう思うか」について相談された。

【検討すべき事項】

社長より、今後の取締役会において、同社の今後のガバナンス体制をどのように考えるかを議論したいと思っているが、以下の点につき、社外取締役としてどう思うかについて相談された。あなたはどのような意見を述べるべきだと考えるか。

（社長が今後取締役会で議論したいと考えている内容）

内容1 今後、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社へ機関設計を移行するべきか

内容2 現在の取締役会構成が適切であるのか

■ 解説・回答例

<回答を考えるに当たっての主なポイント>

① 必要となる主な知識・スキル

➤ コーポレートガバナンスに関する基礎知識

- ・ 取締役会の役割や機能、ガバナンス改革に取り組むための意義なども考慮する必要がある、コーポレートガバナンスに関する基礎知識は必要。その上で、異なる機関設計の企業での役員経験など、自身の経験を基にした考えをまとめておくことが有効

➤ 内部統制やコンプライアンス、リスクマネジメントに関わる基礎知識

- ・ 自身の専門領域を問わず内部統制やコンプライアンスの基礎知識を備えておくことが必要

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 現状のガバナンス構造上の課題把握

- ・ 攻めと守りの両面から現状のガバナンス構造上の課題検証や実態把握が必要

➤ 過去の機関設計や取締役会構成の社内検討に関する理解

- ・ 現在の機関設計の理由や過去の機関設計や取締役会構成に関する議論の結果や経緯を当時の検討資料を参照すること等により、理解を深めておくことも考えられる

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ コーポレートガバナンスに関する基礎知識

- ・ 機関設計や取締役会構成を検討する際には、取締役会の役割や機能、ガバナンス改革に取り組むための意義なども考慮する必要があることから、こうしたコーポレートガバナンスに関する基礎知識を持ち合わせることが望ましい。
- ・ また、今回は機関設計の選択が主な論点の一つであり、それぞれの機関設計の一般的な違いや特徴、他社の動向を把握しておくだけでなく、異なる機関設計の企業での役員経験など、自身の経験を基にした考えについてまとめておくことが有効である。
- ・ なお、今回は、過去の不正をきっかけとしてガバナンスの強化が志向されているが、類似する場面での自身の経験が限定的であると感じる場合には、例えば、研修等実施機関によるケーススタディ等のインタラクティブ形式の研修の受講や、研修等実施機関が実施する社外取締役同士の意見交換会などの活用も有効だと考えられる。

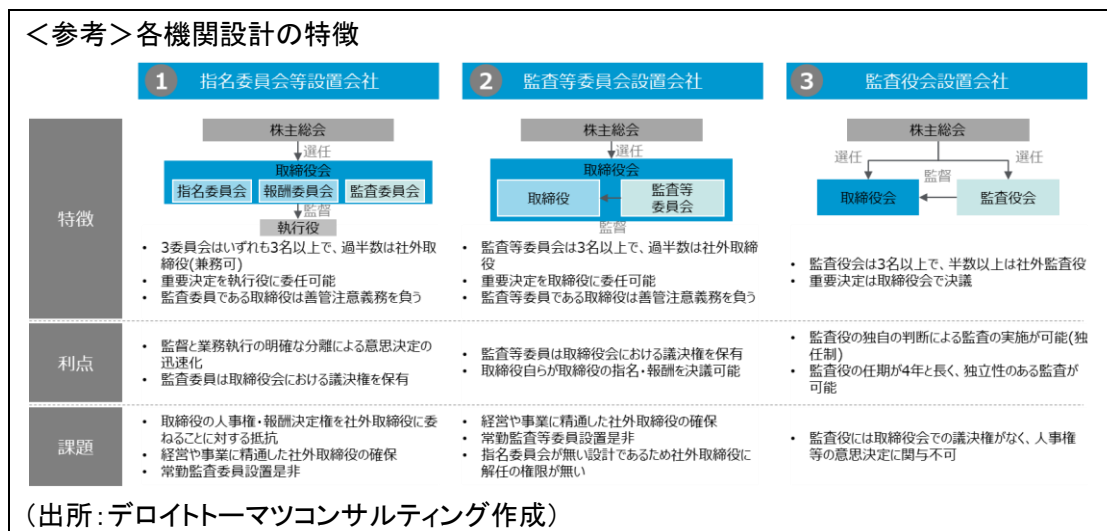
➤ 内部統制やコンプライアンス、リスクマネジメントに関わる基礎知識

- ・ 過去の不正の反省を踏まえたガバナンスの強化が本検討の目的の一つであることから、内部統制やコンプライアンス、リスクマネジメントについても、セミナー・勉強会等を活用

しつつ、その基礎知識を備えておくことが望ましい。

基礎知識の例：企業経営におけるリスクを管理するための理論（3ラインモデル 等）、
リスクが顕在化した際のクライシスマネジメントの内容及び手法 等

- ・ 内部統制やコンプライアンス、リスクマネジメント分野の知識を期待され、会計士や弁護士等のバックグラウンドを持った社外取締役が選任されることも一般的には多いが、取締役会場で踏み込んだ議論を行うためには、自身に期待される役割やバックグラウンドに関わらず、関連する知識のアップデートが求められる。



② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

➤ 現状のガバナンス構造上の課題把握

- ・ 機関設計や取締役会の在り方について検討する場合には、まず、攻めと守りの両面から現状のガバナンス構造上の課題について検証し、実態を把握することが必要となる。
- ・ 例えば、企業が取締役に期待する役割はどういったものか(経営に関する助言・経営陣による業務執行の監督 等)、長期ビジョンそのものやビジョン達成に向けた中核の戦略は何か(海外事業 等)、加えて、その実現における環境変化等のリスクに関する議論の時間が取締役会において適切に割かれているか、その議論を進めるにあたり、取締役会での議題や構成は適切か、といった現状の課題を取締役会事務局に直接聞く、または、過去の取締役会の実効性評価結果を参照することなどにより把握することが挙げられる。
- ・ 過去に不正・不祥事、大きな業績低迷などが発生している場合には、当該事象につながったガバナンス構造上の課題について、当時の事案調査レポートや、社内関係者へのインタビュー等を通じ、理解を深める必要がある。また、過去の出来事により外部のステークホルダーからの信頼が失われている可能性もあるため、実態を把握することも考えられる。
- ・ 特に、過去の不正・不祥事に社長等の経営トップが関与していた場合においては、再発

防止の観点から客観性や独立性が担保される形で経営陣を適切に牽制・監督する仕組みが整っているか、また仕組みが整っている場合であっても、それが実効性を伴うものとなっているのか、につき、他の社外取締役との意見交換や過去の取締役会の実効性評価の結果等から、必要に応じて検証することも考えられる。

➤ 過去の機関設計や取締役会構成の社内検討に関する理解

- ・ 検討に当たっては、現在の機関設計を選択している理由や、特に過去の取締役会等の場において機関設計の変更の検討を行っている場合には、その議論の結果や経緯について、当時の検討資料(議事録 等)を参照すること等を通じて理解を深めておくことが考えられる。
- ・ また、取締役会の構成についても、現在の構成がいつから続いているものなのか、過去に指名委員会や取締役会において、取締役会の構成の在り方について議論がなされたことはあるのか等に関して、同様に当時の検討資料の参照等を通じて理解を深めておくことも考えられる。
- ・ なお、取締役会の構成については、コーポレートガバナンス・コード【原則4－8. 独立社外取締役の有効な活用】において、企業が社外取締役をどのくらい選任すべきかの基準が示されている。このため、当該基準を満たしていない場合には、当該構成とした際の議論の経緯や対外的なエクスプレインについても確認し、理解を深めておく必要がある。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【原則4－8. 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・義務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた社外取締役を少なくとも3分の1(その他の市場の上場会社においては2名)以上選任すべきである。

また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社(その他の市場の上場会社においては少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社)は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

③ 本ケースにおける回答例

- 上記の現状を踏まえ、望ましい機関設計及び取締役会の構成について検討する。
- なお、今回は社長から相談されたことを前提として検討を実施しているが、平時より自身が就任している企業のガバナンス体制の現状や課題を把握し、社外取締役として執行側に対して、ガバナンス体制の見直しに関する問題提起を能動的に行うことも効果的である。

内容1 機関設計の検討

I. 監督機能と意思決定機能の適切なバランスおよび方向性

- ・ 取締役会には、経営陣(とりわけ経営トップである社長・CEO)の指名や報酬の決定を通じて業務執行を評価することによる監督を行う機能(監督機能)と、個別の業務執行の具体的な意思決定を行う機能(意思決定機能)があり、当該2つの機能のバランスの志向によって、機関設計の望ましい在り方も変わってくることとなる。
- ・ このため、機関設計の選択肢を議論する前に、監督機能と意思決定機能のバランスについて、考えを整理することが望ましい。これを考えるに当たっては、同社の課題や将来どのような企業を目指しているか等、それぞれの企業の状況を考慮することが必要となる。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ 同社では海外売上高比率が70%と高くなっているが、今後もグローバルな経営を継続するためには、環境変化を踏まえたスピーディーな経営判断が必要になる。そのため、経営判断のスピードを向上させることを目的として、意思決定機能については執行側に対して大幅な権限委譲を行い、取締役会は監督機能に特化することが必要ではないか。
- ・ 過去に経営トップが関与した不正が発生していることから、再発防止のためにも、取締役会は経営の監督の強化を進める必要性が高いのではないか。

II. 機関設計の選択肢

- ・ 監督機能を強化する場合、機関設計にかかる選択肢としては、(i)現状の機関設計(監査役会設置会社)を維持しながら監督機能を強化する、(ii)監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社への移行により監督機能を強化する、の2つが考えられるが、それぞれの特徴や利点を考慮しながら自社の置かれた状況に適した選択を行う必要がある。
- (i) 現状の機関設計(監査役会設置会社)を維持しながら監督機能を強化する場合
後述の通り、具体的な工夫として、取締役会における社外取締役比率を高めることにより、経営陣に対する牽制を効かせやすくすることが考えられる。また、任意での指名委員会・報酬委員会の設置や、その委員構成を検討すること等も考えられる。
- (ii) 監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社への移行により監督機能を強化す

る場合

個別の業務執行の決定について、取締役会から執行側に大幅に権限委譲することが会社法上可能（監査等委員会設置会社の場合、条件あり）となるため、監督に特化しやすいという特徴がある。また、監督に特化しやすい機関設計とすることで、投資家等のステークホルダーに対し、不正のあった経営を大きく改革するという強いメッセージを発信できるといった利点も考えられる。

また、機関設計の変更により、監査役会ではなく、監査等委員会もしくは監査委員会が設置されることになるため、監査の実効性を高めるための観点も必要になる。

- ・ ここでは、Ⅰ.によって検討した監督と執行の適切なバランスおよび方向性を基に、Ⅱ.（ⅰ）（ⅱ）の選択肢について、いずれがより望ましいかについて意見を述べる事が求められる。なお、日本では、監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社の順番に機関設計が選択できるようになったため、これまで自社が採用してきた機関設計を所与のものとする「経路依存性」から、（ⅰ）の選択肢を念頭において検討してしまう可能性もあるが、自社にとってのメリット・デメリットを踏まえて（ⅰ）（ⅱ）それぞれの選択肢を純粋に比較検討するよう、留意することが重要となる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 取締役会が監督機能に特化するのであれば、監査等委員会設置会社または指名委員会等設置会社へ移行した方がより意向に沿った取締役会になるのではないかと。また、機関設計を変更する場合、監査の実効性を高める上では、監査等委員会・監査委員会と内部監査部門との連携や内部監査部門の強化も合わせて検討するべきではないかと。
- ・ 現状の機関設計（監査役会設置会社）を維持しながら監督機能の強化を選択した場合、ステークホルダーに対して十分に説明責任を果たすために、意思決定におけるスピードを損なわないことを前提としつつ、社外取締役比率を高めるなど、十分な牽制機能を設ける必要があるのではないかと。

＜参考＞監査の実効性の向上

監査等委員会と内部監査部門との連携

- 制度上、監査等委員会による監査は、内部統制システムを利用した組織的監査が想定されている。
- 他方で、実務上は、監査等委員が主体となって実査を行っている場合も多いとの指摘もあるところ、一定以上の規模の会社においては、監査等委員が実査を行うことには限界があるため、監査の実効性を高めるべく、内部統制システムを利用した監査を主体としたうえで、監査等委員会と内部監査部門の連携強化や、内部監査部門の強化を図ることが重要である。
- 機関設計の移行に併せ、監査の実効性を高めることを目指すためには、以下

の取組みを行うことも検討に値する。

- 内部監査規程や内部監査部門の監査計画について、監査等委員会の承認を要することとすること
- 内部監査部門（特に内部監査部門長）の人事や報酬について、監査等委員会の事前の同意・協議を要することとすること
- 監査等委員会に内部監査部門長が出席し、情報提供を行うこと
- 内部監査部門自体の強化（人数・専門性の拡充、重点監査項目の設定等）

デュアルレポートライン

- 監査等委員会への移行に際し、内部監査部門の位置づけ、連携・指揮命令の在り方を見直す必要がある。監査等委員会の監査の実効性を高める観点からは、内部監査部門を監査等委員会直属とすることも考えられ得るが、まずは内部監査部門を社長直属とする場合には、社長からの指揮命令権と監査等委員会からの指揮命令権（デュアルレポートライン）を確保し、社内規程で定めておくことが望ましい。
- また、上記の場合、社長と監査等委員会の指揮命令が矛盾した場合や経営トップの不正が疑われる場合には、監査等委員会の指揮命令を優先させる旨を社内規程に定めることも検討されるべきである。

（出所：コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 別紙2「監査等委員会設置会社へ移行する際の視点」）

内容2 取締役会の構成

I. 取締役会の役割の明確化および必要となる知識・経験・能力の特定

- ・ 取締役会の構成について考える場合、上記で検討した、監督機能と意思決定機能の適切なバランスや機関設計を踏まえ、これからの取締役会がどういった役割を担うこととなるのかについて整理することがまず必要となる。そのうえで、当該役割を果たすために必要となる知識・経験・能力を特定し、それらの条件に合致した取締役を選任することが望ましい。
- ・ このため、ここでは機関設計の検討での議論を基として、自社の取締役会の役割につき、監督機能と意思決定機能の面から議論を深め、挙げた役割を果たすために必要になると考えられる知識・経験・能力や具体的な取締役会の構成等について、意見を述べる事が求められる。
- ・ その上で、特に社長・CEOやCFO等を退任した経営経験者は、経営トップとしての経験を通じて経営に関する幅広い視野や高度な見識を有しており、経営全般を監督する社外取締役として最有力の候補と考えられる。
- ・ また、取締役会が役割を適切に果たすため、議論に適した人数にも配慮して検討することが考えられる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 同社では海外売上高比率が高いため、意思決定機能の観点からは、グローバルビジネスにかかる能力等が取締役会に求められるのではないかと。
- ・ 内容1にて、監査役会設置会社の維持を選んだ場合、取締役会には一定の意思決定機能が残ることとなるため、監督機能に加えて、意思決定に必要な知識・経験・能力についても、十分に考慮する必要が生じると考えられるのではないかと。
- ・ 内容1にて、監督機能を強化するために機関設計を変更する（監査等委員会設置会社もしくは指名委員会等設置会社へ変更する）ことを選んだ場合、取締役会は監督機能に特化することを志向していると考えられるが、そういった中でも、一定の経営に関するスキル・能力が求められるのではないかと。監督機能の観点からも、一定の同社事業への理解は重要となるが、監督に際しては独立性なども重視されるため、社外取締役の比率を高めていくこと、例えば過半数を社外取締役にすることも考えられるのではないかと。

Ⅱ.コーポレートガバナンス・コードへの対応

- ・ 取締役会の構成については、「コーポレートガバナンス・コード」においても原則（【原則4－8. 独立社外取締役の有効な活用】）が示されており、コンプライ・オア・エクスプレインの対応が求められる。そのため、議論に際しては、特に以下の（i）から（iii）の三点を考慮し、十分に検討することが望ましい。

- (i) プライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任すべきとされており、当該基準について企業がコンプライ・オア・エクスプレインをどのように実施しているかが課題となる。社内取締役の比率が高く、基準を満たしていない場合には、機関設計の選択に関わらず、社外取締役比率を高めること（社外取締役の増員や社内取締役の減員等）の可否について検討し、自社としてどういった取締役会の構成とするかを決めていくことが必要になると考えられる。

また、特に機関設計において、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社への移行により監督機能を強化することを選択した際には、執行を客観的に評価するために、取締役会の構成は、経営陣から独立した社外取締役を中心とし、例えば過半数とすることも一つの選択肢として考えられる。

- (ii) 現状の取締役の能力等の保有状況について、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・マトリックスなどにより、取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示することが求められている。このため、取締役会の構成を考えるにあたり、スキル・マトリックスの作成・活用を提案することも考えられる。

なお、スキル・マトリックスは取締役会のスキルの多様性を分かりやすく示すツールであるが、これを作ることが重要なのではなく、作成過程で改めて自社の取締役会の在り方を議論するとともに、取締役会に必要なスキルを明確化して不足している部分を

特定することで、取締役会の構成の見直しを行うことにこそ意味があることには留意が必要である。

- (iii) 取締役会の実効性を確保するためには、取締役会の多様性(ジェンダー、国際性、職歴、年齢 等)が求められる。このため、例えば、構成を検討するために、社外取締役や社内取締役の選解任について言及する場合には、多様性の観点から意見を述べることも考えられる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 同社は取締役12名のうち社外取締役が4名と、「コーポレートガバナンス・コード」において示されている、プライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任するという基準を最低限満たしてはいるが、同社取締役会として監督機能に特化することを志向する場合、例えば社外取締役の比率を過半数以上とすることも一つの選択肢として考えられるのではないかな。
- ・ 同社ではスキル・マトリックスを作成・開示していないため、今回の構成の見直しに際して、取締役会においてどういった知識・スキルを持った人材をどのように配置すべきであるのかということから検討し、スキル・マトリックスによる取締役の一覧化を実施の上で、同社にとって望ましい取締役会の構成を検討すべきではないかな。
- ・ 同社は海外売上比率が70%と過半数以上であり、グローバルに事業を展開している。一方で、1人を除いて取締役全員が日本人であることから、取締役として外国人の割合を増やすことも考えるべきではないかな。また、女性も1人のみであり、比率を増加させることも考えられるのではないかな。

■ 補足情報

＜好事例＞

同社では、過去の会計不祥事との決別および着実な事業成長の実現に向けて、3つのステップにより、ガバナンスの強化を図ってきた。それぞれの段階において、目指す方向性に応じて機関設計や取締役会の構成等を見直している。

経営の監督を強化する志向するガバナンス改革は、経営陣サイドからは抵抗を受けることも少なくないが、企業価値向上という目的に向けて必要な選択であれば、社内のしがらみにはとられない立場である社外取締役として、強く改革を後押しすることが求められる。

ステージ①不祥事からの決別

過去の不祥事の反省から、不祥事からの決別を最優先課題に掲げガバナンス体制の見直しを図った。

監査役会設置会社でありながら、取締役会の過半数を社外取締役とする構成に変更し、かつ社外取締役を議長とする委員会を複数立ち上げ、経営を監督する機能を強化した。また、取締役会の構成も弁護士や会計士の比率を高くし、コンプライアンスの強化を念頭に置いた体制とした。

ステージ②成長戦略のシフト

成長分野への経営資源の投入と不採算事業のテコ入れ・撤退を大胆に実行することを最優先課題と位置づけ、ガバナンス体制の見直しを図った。

取締役会においては、事業の取捨選択など中長期の経営戦略に関する議論の比重を重くすることとし、取締役会の構成としても企業経営経験者である社外取締役の比率を高めた。中長期目線で事業の取捨選択を進めるにあたっては、社外取締役には、事業への思い入れや社内の価値観、慣習等に左右されず、株主目線も交えて客観的かつ大胆な発言を行うことが求められた。

ステージ③グローバル経営体制への移行

企業変革のためのプランを打ち出し、監査役会設置会社から指名委員会等設置会社に移行した。日々の業務執行に関する決定は執行役に権限委譲し、取締役会は重要事項の決定と経営の監督に特化することで、経営スピードと監督機能の向上を図った。グローバル企業での経営経験を持つ外国人社外取締役を複数人登用するなど、取締役会の構成の見直しを併せて行った。

（出所：公開情報に基づきデロイトトーマツコンサルティング作成）

ケース3(指名・報酬決定プロセスへの関与)

“指名委員として社長の後継者を検討することになった。どのように指名プロセスに関与すべきか。”

■ ケース設例

あなたはスタンダード市場に上場する電子機器メーカーの監査役会設置会社の社外取締役を務めている。同社は社外取締役が委員長、かつ、委員の過半数を占める任意の指名委員会を設置しており、あなたは指名委員も務める。

同社は、現社長である創業者が約40年前に設立した。一時の経営不振を創業社長のカリスマ性と強い求心力で乗り越え、現在は事業の更なる多角化・グローバル化を目指している。

今回、社長自身から、高齢化や健康不安を理由として、3年後を目途に引退したいとの意思が示されたため、会社として後継者指名に向けた準備を進めることとなった。なお、後継者の指名に向けた候補者の選定は現社長を中心として進め、その内容について、指名委員会で審議する方針となっている。

参考:取締役会の構成

取締役会構成	指名委員会における地位
代表取締役社長	—
代表取締役副社長 財務担当役員	—
取締役 R&D担当役員	—
取締役 人事総務担当役員	指名委員会委員
独立社外取締役	指名委員会委員長
独立社外取締役	指名委員会委員
独立社外取締役	指名委員会委員

参考:指名委員会における審議事項

- ・ 取締役の選任(不再任も含む)、解任に関する事項
- ・ 後継者計画に関する事項※

※ 審議事項として今年度新たに追加。選任基準等を含め詳細な計画として現時点で明文化されたものは存在していない

参考：社長による現時点での後継者計画

- ・ 社長からは、同社の生え抜き社員であるA氏を後継者として指名する計画を、指名委員会に対して提示
- ・ A氏は、これまで一貫してヘルスケア関連機器事業に携わっており、5年前に事業責任者に就任した後、積極的に海外M&Aを進め、ヘルスケア関連機器における海外事業の成長に貢献してきた人材

参考：同社の事業領域

事業領域	売上高(億円)	海外売上比率
ヘルスケア関連機器事業	330	60%
モビリティ関連機器事業	200	40%
産業インフラ関連機器事業	250	30%
通信モバイル関連機器事業	150	20%

【検討すべき事項】

次期社長の指名に向け、あなたは指名委員会の一員として、以下の観点からどのように関与すべきか。

観点1 透明性・客観性のある指名プロセスの構築・運用

観点2 後継者の育成・評価・選定

■ 解説・回答例

<回答を考えるに当たっての主なポイント>

① 必要となる主な知識・スキル

➤ 機関設計毎の指名委員会の位置づけの違い

- ・ 機関設計によって指名委員会の位置づけや権限は異なり、それぞれの違いや特徴を理解することが必要

➤ 後継者の指名や後継者計画にかかる一般的な知識

- ・ 社外取締役として、企業の経営者として一般的に求められる資質やスキル、育成時のプラクティス等について理解を深めておくことが必要

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 企業の経営戦略や、取り巻く環境変化に対する理解

- ・ 経営者が企業にとって適切であるか評価するために、企業の中長期的な戦略や経営環境の理解が必要

➤ 社内の候補者人材の把握

- ・ 具体的に候補者を絞り込む過程において、候補人材の人となりや強み・弱みを偏りなく把握することが必要

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ 機関設計毎の指名委員会の位置づけの違い

- ・ 機関設計によって指名委員会の位置づけや権限は異なるため、それぞれの違いや特徴を理解しておく必要がある。

◇ 指名委員会等設置会社の場合には、取締役会の中に、指名委員会・報酬委員会・監査委員会の3つが設置され、その構成や権限は会社法で定められている（会社法400条、404条）。指名委員会は株主総会に上程する取締役の選任・解任に関する議案を決定する権限を持つ（会社法404条1項）。この決定は取締役会であっても覆すことができない点が特徴である。

◇ 他方、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社では、会社法上は指名委員会の設置は求められていないが、「コーポレートガバナンス・コード」において、指名委員会に関する原則が定められている。（補充原則4－10①）

<参考>コーポレートガバナンス・コード【補充原則4－10①】

上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置することにより、指

名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきである。

特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。

- ◇ なお、任意の指名委員会には取締役の選任・解任議案の最終的な決定権限がないため、株主総会に上程する議案の内容は、法的には取締役会が最終的に決定することとなる。指名委員会は取締役会の任意の諮問機関と位置付けられることがほとんどであるため、取締役会は議案を最終的に決定する前に、独立性・客観性を確保された指名委員会への諮問・答申を経ることで、プロセスに透明性を持たせ、対外的な説明責任を担保できるようになると考えられる。
- ◇ 監査等委員会設置会社の場合は、監査等委員会に、監査等委員である取締役以外の選任、解任および辞任、報酬等について意見を決定し（会社法399条の2第3項3号）、その意見について、監査等委員会が選定する監査等委員に株主総会での意見陳述権が認められている（会社法342条の2第4項、361条第6項）。
- ◇ なお、いずれの機関設計においても、取締役会設置会社であれば、代表取締役や代表執行役の選定・解職の決定主体は取締役会であり、指名委員会は諮問に留まる（会社法362条、420条）。

➤ 後継者の指名や後継者計画にかかる一般的な知識

- ・ 社長・CEO等の経営者の後継者指名において、プロセスの客観性と透明性を確保することは、社外取締役に求められる重要な役割の一つであり、後継者の指名やその前提となる後継者計画の策定・運用が適切に行われるよう実効的に監督することが求められる。
- ・ 経営者として求められる資質やスキルは、個々の企業の経営戦略や置かれた状況に大きく依存するが、企業の経営者として一般的に求められる資質やスキル、育成時のプラクティス等について理解を深めておくことが、プロセスに関与する社外取締役に求められる。
- ・ また、複数の企業の社外取締役同士が交流できる場などを通じて、他社ではどうしているか等について、意見交換をすることも効果的である。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【補充原則4－1③】

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。

＜参考＞後継者計画の客観性・透明性を確保する意義

取締役会は、後継者計画を適切に監督し、社長・CEOの交代と後継者の指名を客観性と透明性の高い手続で行うことを検討すべきである。

（出所：経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」）

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

- 企業の経営戦略や、取り巻く環境変化に対する理解
 - ・ 個々の企業の経営戦略や置かれた状況によって、経営者に求められる資質やスキルは変化するため、それらが適切であるか評価するために、企業の中長期的な経営戦略や取り巻く経営環境への理解が求められる。その上で、求められる経営者の資質やスキルについて、自身の考えをまとめておくことが必要となる。
 - ・ また今回のケースは創業社長の後継者の指名であるため異なるが、一般的には現社長・CEOが選定されたプロセスやその際の基準についても理解を深めておくことが考えられる。
- 社内の候補者人材の把握
 - ・ 具体的に候補者を絞り込んでいく過程では、社外取締役としても、候補者となる社内人材について、その人となりや強み・弱みを偏りなく把握しておくことが求められる。
 - ・ 社外取締役と候補者群との公式・非公式での面会機会を確保するほか、経営会議等の社内会議にオブザーバーとして（候補者には告知せずに）参加させてもらい、候補者の発言内容や振る舞い等を確認することも考えられる。
 - ・ 社外取締役は、必ずしも社内の情報に精通しているわけではないことを念頭に、企業に対して必要な情報提供を求めることが重要となる。

③ 本ケースにおける回答例

- 社長・CEOの選定は、企業の持続的成長において極めて重要な経営アジェンダであるため、通常は社内事情に精通する現社長・CEOが中心的な役割を担うことが多い。
- 社外取締役としては、その選定プロセスにおいて、社内ではしか通用しない論理が優先されていないか、主観的・恣意的判断に陥っていないかといった観点からチェックを行い、独立した立場から選定時の客観性や透明性を担保することが求められる。
- そのため、社長・CEOの示す原案を追認するだけではなく、選定プロセス全体に関与し、それぞれの観点から以下の通り検証していくことが望ましい。

観点1 透明性・客観性のある指名プロセスの構築・運用

- 社長・CEOの選定において、そのプロセスの客観性や透明性を担保し、投資家等の外部ステークホルダーへの説明責任を果たすことは、社外取締役の重要な役割の一つである。
- 例えば、現社長・CEOが内々に後継者を指名し、それを取締役会が指名委員会に諮問した際に、評価などのプロセスを欠いたまま原案を追認する形では、選任プロセスにおける客観性・透明性に懸念があると考えられる。このため、選任プロセスを進める前に、指名委員会としての評価軸や選任基準、関与方針等についてその内容や各スケジュールを整理して明確化し、当該基準等に照らしてプロセスを進めることが望ましい。
- 社長・CEOに後継者の指名が一任されてきた企業も存在するが、こうした企業における選任プロセスには、客観的な評価軸や選定基準が設けられておらず、社長・CEO自身の“目利き力“といった属人的な要素に依存している可能性があるため、注意が必要となる。
- また、前述の通り、任意の指名委員会は、代表取締役や代表執行役の選定・解職における最終的な決定主体ではないため、取締役会において指名委員会での審議を踏まえて決定できるよう、指名委員会での審議内容を取締役会との間で密に連携する必要がある。なお、取締役会が指名委員会の答申内容とは異なる決定をする場合には、相応の理由が必要になると考えられ、その場合には、社外取締役として当該理由が合理的であるか見極めることが必要となる。理由については情報開示を行うことで、外部ステークホルダーへの透明性も確保することが望ましい。
- なお、就任先企業が任意の指名委員会を設置する監査等委員会設置会社の場合には、指名委員会と意見陳述権を持つ監査等委員会との不必要な競合が生じないように配慮する必要がある。このため、例えば、監査等委員会が任意の指名委員会の決定手続の適切性を中心に確認した上で、各委員会の判断を踏まえて監査等委員会としての意見を形成することや、監査等委員会の意見陳述と任意の指名委員会での決定の優先順位をあらかじめ定めておくことなどが考えられる。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ 本ケースでは選任基準が明示されていないため、指名プロセスの客観性や透明性を担

保するためには、企業の目指す方向性や置かれた状況に照らして、次の社長・CEOに必要な資質・スキルを候補者を見極める際の指名方針として明確化し、指名委員会で議論してはどうか。

- ・ 例えば、グローバル展開の加速が経営方針の一つであることから、グローバル事業の経験値は重要な選定基準の一つと考えられる。候補者が社内人材だけでは限定的となる場合には、外部人材も視野に入れながら幅広く候補者の人材プールを揃える必要性があるのではないかな。
- ・ 本ケースでは次の社長・CEOの選出までに3年、という期間があるため、この間に指名委員会でどのようなアジェンダを議論すべきか、客観性や透明性を担保できるプロセスとしてどのような工程を設定すべきかについて、議論すべきではないかな。

観点2 後継者の育成・評価・選定

- 指名委員会がどこまで社長・CEOの後継者計画に関与するかは企業によって異なるが、客観性や透明性を担保する観点から、少なくとも、取締役会において次期社長・CEOを決定する前の候補者の選定や評価には関与することが考えられる。
- 候補者の評価では、現社長や事務局の提示する候補者人材について、あらかじめ定めた評価軸や選定基準を当てはめ、条件を満たしているか見ていくこととなる。その際、事務局等から提示された候補者のデータを読み込んで精査することに加え、例えば、候補者を取締役に説明者として参加させるなど、社外取締役自身が候補者と対面できる機会を要求するといったことなどを通じ、当該候補者についての情報収集を十分に行ったうえで判断することが必要になると考えられる。
- なお、今回のケースでは、後継者選定までに3年の猶予があるため、候補者について現時点での能力や人柄について評価を行ったうえで、3年後の選定に向けた候補者の育成計画に、指名委員会として関与することも考えられる。この場合、いわゆる後継者計画（サクセッションプラン）として、選定までの3年間の計画を指名委員会で検討し、定期的にフォローアップすることも必要となる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 社長からはA氏のみが候補者として提示されているが、経営環境が日々刻々と変化する現代において、3年後の社長・CEOの指名に向けた候補者を当初から1名に絞り込むことが適切かという観点についても議論すべきではないかな。3年間で不測の事態が起きることや大きな市場環境の変化により、次期社長・CEOとして適任と考えられる資質が変わる可能性もあることから、複数の候補者を選定し、3年かけて絞り込んでいくことが必要なのではないかな。
- ・ 同社ではグローバル展開と同時に事業の多角化を進めている段階にあるため、強力な求心力をもって企業全体を牽引し、トップダウンで物事を進めていくタイプの社長・CEO

だけではなく、CxO（機能毎の最高責任者）や事業責任者などにより構成されるマネジメントチームを束ね、当該チームへの権限委譲を積極的に進めることなどにより経営を進めていくというタイプの社長・CEOを選任することも考えられるのではないかな。

- ・ 社長から提示された候補者であるA氏は海外事業の経験も豊富であり、グローバル化の更なる進展を目指すという会社としての方向性にも合致しているのではないかな。指名委員としては、A氏と面談を実施する、A氏の参加する経営会議等にオブザーバー参加する等、A氏の経営者としての資質を評価する機会を積極的に設け、その人となりも理解した上で、後継者として適任か否か評価をしていくべきではないかな。
- ・ A氏はヘルスケア関連事業で一貫してキャリアを積んでおり、今後、事業の多角化を目指している同社の社長を務めるために、全社的視点が十分に備わっているかといった点を特に見極める必要があるのではないかな。例えば、指名までの3年間で、事業横断型のプロジェクトの推進リーダーにアサインし、複数の事業領域をまとめる能力の発揮やその進捗、結果を見て評価することも考えられるのではないかな。

■ 補足情報

＜好事例＞

- 同社では、創業家とは縁もゆかりもない人間が社長として社員をリードしていくためには、フェアでオープンな選び方が必要という考えのもと、社外取締役を議長とする指名委員会を設置した。社内の話し合いのみで社長を選任すると、プロセスの公平性を省いてしまう可能性もあるので、委員会では透明性が高くフェアなプロセスとなっているかチェックを行っている。
- 後継者の選定プロセスは数年の時間軸で実施され、まずは企業の戦略や置かれた状況に従って経営者に必要な条件を定め、社内外問わず世界中から数十人単位で候補者を選び、候補者には意図的にタフアサインメントを課すことでそれぞれ評価を行っている。このプロセスを現社長のみならず指名委員会が主導することで、フェアでオープンな後継者指名を実現している。
- この委員会を通じて社長を指名し、その後も毎年度、業績評価に基づき続投の適否を審議・決定しているなど、当該委員会の実効性が確保され、活用実績もある。コーポレートガバナンス改革以降、高い業績を挙げている（市場平均以上のROE実現 等）。

（出所：公開情報に基づきデロイト・トーマツコンサルティング作成）

＜失敗事例＞

- B社では、創業家が3代にわたって会社を成長させてきたが、3代目社長の「創業家は会社の業務執行から退くべき」という考えのもと、非創業家を後継者に指名。現在は、代表取締役社長は非創業家のプロパー出身社員が務めているものの、創業家からも引き続き2名が社内取締役に名を連ねている。
- その中で、海外子会社での不祥事が発覚し、それがきっかけですでに取締役を退任している創業家の大株主が創業家出身の現取締役の解任を求める株主提案を行った。
- 監査等委員である社外取締役は創業家の取締役の再任は不適切であるという意見を表明し、株主総会の招集通知への記載を求めた。
- 一方で、取締役会はアクティビストによる新任の監査等委員の選任議案（株主提案）に賛成を表明。もともと会社が設置した任意の指名・報酬委員会が推薦した候補者であり、監査等委員会の同意を得られないとみて、直接的に会社側からの議案とするのは諦めたが、後の株主提案の布石になった。
- 同社社長は、取締役会が株主提案を促した事実は「ない」と否定した一方、監査等委員会が創業家と行動を共にし、社内の様々な情報を創業家などに情報漏洩している、と批判。大株主と監査等委員会、取締役会とアクティビストの意見が対立するという異例な展開に発展した。

（出所：公開情報に基づきデロイト・トーマツコンサルティング作成）

ケース 4(指名・報酬決定プロセスへの関与)

“就任先企業の業績悪化が進んでいる状況で、社外取締役として執行側をどのように評価し、改善を働きかけるべきか。”

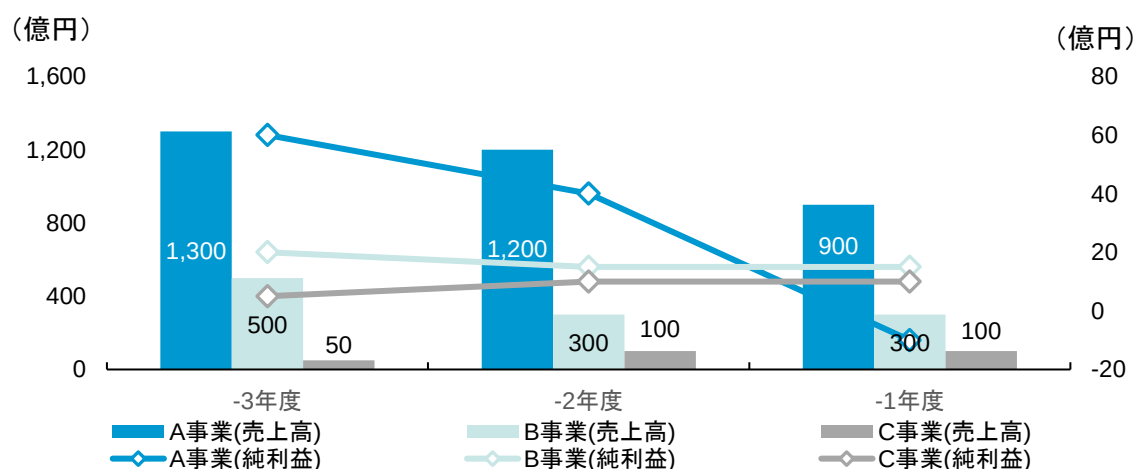
■ ケース設例

あなたは東証に上場する電機メーカー企業の社外取締役である。同社は機関設計として監査等委員会設置会社を採用しており、取締役会の機能の独立性・客観性を強化するため、独立した取締役会の諮問委員会として、過半数が独立社外取締役で構成されている任意の指名・報酬委員会を設置している。あなたは指名・報酬委員会の委員であり、委員長はあなたではない社外取締役が務めている。

同社は、国際競争の激化やデジタル化の加速もあり、近年は業績が低迷していたところ、3年前に現在の社長が就任してから業績悪化が加速している。

参考：事業領域ごとの売上高・純利益

事業領域	事業内容	売上高			純利益		
		-3年度	-2年度	-1年度	-3年度	-2年度	-1年度
家庭用AV機器 (A事業)	薄型テレビや周辺機器の製造・販売	1,300 億円	1,200 億円	900 億円	60 億円	40 億円	▲10 億円
車載関連機器 (B事業)	オーディオシステム等の車載機器の製造・販売	500 億円	300 億円	300 億円	20 億円	15 億円	15 億円
デジタルソリューション(C事業)	AIを活用したソフトウェアの開発・販売	50 億円	100 億円	100 億円	5 億円	10 億円	10 億円



(注) 売上高: 左軸、純利益: 右軸

特にA事業については落ち込みが激しく、海外メーカーとの価格競争も年々激化し、赤字の状

態が続いている。また、A事業の製品はコモディティ化しており、市場規模も成長していない。

一方で、A事業は同社の祖業であり、かつ、売上規模も一番大きい事業である。また、社長自身もA事業の出身者である。

以前、アジアの同業他社メーカーへのA事業の売却が取締役会において議論されたが、売却する意思はないとの結論を示していた。

A事業では、コスト削減を進め赤字脱却を目指しているが結果は出ていない。また、同社では成長産業であるデジタル関連の新規事業にも取り組んでいるが、A事業の事業運営に多くの経営資源を要し、新規事業への投資に十分な資源が割けない状態が続いている。

前回の株主総会では、社長の再任議案に対する賛成率は78%となっており、他の社内取締役と比較してやや低い水準だった。

なお、同社では、代表取締役社長と指名・報酬委員会の委員長である社外取締役との面談を年次で行っており、社長のパフォーマンスに対する定性的なフィードバックと改善提案（社長の立ち振る舞いや経営方針等に関する改善内容、改善に向けた具体的なアクションの提言にかかる各社外取締役からの意見を委員長が取り纏めて文書化したもの）が伝達されている。就任してから3年間の評価は、業績悪化の背景を踏まえ、毎年、「十分に役割を果たせていない」という内容になっており、昨年度はA事業の急激な悪化を踏まえ、「打開策の必要性について検討するように」とのコメントもなされていた。

【検討すべき事項】

あなたは指名・報酬委員会の委員である社外取締役として、業績悪化が加速している局面において、次回の株主総会で社長の再任を付議するかどうかについて、どのように評価し、どのような改善を働きかけるべきか。

■ 解説・回答例

<回答を考えるに当たっての主なポイント>

① 必要となる主な知識・スキル

➤ 社外取締役としての心構え

- ・ 経営戦略を遂行する経営陣に原因があり業績が低迷する場合には、その解任・不再任という選択肢も考えられることへの理解や、特に有事に際しては、必要に応じて経営陣と対峙し、解任・不再任を議論する口火を切る覚悟を持って、取締役会に臨む必要への理解が必要

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 経営陣のこれまでの対応状況

- ・ 業績悪化の原因やこれまでの対応策とその進捗について改めて確認し、経営陣による適切な対応がタイムリーになされていたか等について振り返ることが必要

➤ 社外取締役間での議論

- ・ 指名委員会や取締役会などで言及する前に、独立した立場で議論できる社外取締役のみが集まる場などで意見交換を行い、考えを整理することも考えられる

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ 社外取締役としての心構え

- ・ 就任先企業の業績が悪化している場合には、取締役会として業績悪化の原因を特定し、対応策を講じる必要がある。対応策は企業の状況に応じて様々なものが想定されるが、経営戦略を遂行する経営陣に原因がある場合には、その解任・不再任という選択肢も考えられるということを理解しておく必要がある。
- ・ 社外取締役はその就任に際し、社長・CEOなどの経営陣からの打診を受けて就任していることも多く、経営陣の解任・不再任を議論することに抵抗を感じる場合も考えられる。しかし、社外取締役は当然に取締役としての善管注意義務を就任先企業に対して負っているため、特に有事に際しては、必要に応じて経営陣と対峙し、その解任・不再任を議論する口火を切る覚悟を持って、取締役会に臨む必要があると考えられる。
- ・ こういった社外取締役としての心構えは、他社の社外取締役と交流する場で実体験を共有する、インタラクティブな研修の場でケーススタディや模擬取締役会などを通じて具体的な事例を検討し、自ら実際に考えることなどによって身に付けていくことが有効であると考えられる。

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

- 経営陣のこれまでの対応状況
 - ・ 業績が悪化している状況において、次回株主総会に現状の経営陣の再任を付議すべきか否かを検討するに当たっては、業績悪化の原因やこれまでの対応策とその進捗について改めて確認し、経営陣による適切な対応がタイムリーになされていたか等について振り返ることが必要となる。
 - ・ 経営陣が現状をどのように評価し、今後の改善策を検討しているか等についても、取締役会場で積極的に問いかける必要があるほか、経営会議の傍聴や社内事情に精通する執行役員等に対してヒアリングを行い、情報を収集することも考えられる。
 - ・ また、経営陣に関する評価の状況や株主総会での賛成率、過去の経営判断とその結果などについても情報を収集することが考えられる。
- 社外取締役間での議論
 - ・ 経営陣の解任・不再任は非常にセンシティブな内容であるため、必要性を感じた場合には、指名委員会や取締役会などと言及する前に、独立した立場で議論できる社外取締役のみが集まる場などにおいて意見交換を行い、他の社外取締役がどう考えているかについて把握し、考えを整理することも考えられる。

③ 本ケースにおける回答例

- 業績が悪化している状況においては、まずその原因の見極めと対応策を練り、その対応策を実行することが重要となる。ただし、対応策にかかる経営陣の遂行能力が欠けているなど、経営陣に課題がある場合には、しっかりとした評価・見極めを行ったうえで、解任・不再任を検討することも必要になると考える。
- 経営トップである社長・CEOは、企業経営の舵取りを行い、持続的な成長と中長期的な企業価値に向けて中心的な役割を担う存在であり、誰が経営のトップに立つかによって企業価値は大きく左右される。そのため、社長・CEOの選定は企業の持続的成長を実現する上では極めて重要な経営アジェンダであるが、たとえ社長・CEOであっても、その適格性を欠く場合には、解任・不再任について議論することが求められる。
- こういった検討は、当事者である執行側の社内取締役では取締役会への問題提起をしにくい事案であることから、あらかじめ解任・不再任にかかる議論のきっかけとなる基準を定めておくことや社外取締役から積極的に関与し、問題提起していくことが必要になると考えられる。

I. 改善策の指示とモニタリング

- ・ 業績悪化によって従来の経営計画が未達成となっている場合には、執行側に対してリカバリープランの策定を促し、その実行状況についてモニタリングを行って評価することが考えられる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 業績悪化状況の客観的な整理・原因究明を社外取締役から働きかけ、執行側に対してリカバリープラン策定や実行を求めることが考えられるのではないかな。
- ・ リカバリープランの発動による業績回復をモニタリングし、改善が見受けられない場合であれば、株主の共同の利益を代弁する立場にある社外取締役から、社長の解任・不再任を提起することが考えられるのではないかな。
- ・ 業績悪化の主因の一つとして、祖業であるA事業の落ち込みによる影響が大きいと推察され、A事業を取り巻く競争環境や将来的な成長見通しから、A事業を早期に売却し、キャッシュを新規事業や他の成長事業に投資することで、事業の選択と集中を進めるという抜本的な構造改革も考えられる。そのため、社外取締役として、構造改革を進めることを取締役会の場で全体に働きかける必要があるのではないかな。しかし、現経営陣はA事業の売却を検討しておらず、重大な経営判断を先送りし、そのことが中長期的な企業価値を毀損している可能性があると考えられ、働きかけた上でも改善が見られない場合には、社長の解任・不再任を提起することも必要ではないかな。

II. 客観的な評価プロセスの運用

- ・ 社長・CEOなどの経営陣の業務執行の評価は、経営陣自らが行うと客観性に欠けるため、独立した立場である社外取締役が担うべき重要な役割の一つである。
- ・ 当該評価については、平時から、例えば、業績連動報酬の支給額を決定するための評価の一環として、期初に業績評価指標等を踏まえた目標を定め、期末にその達成度を報酬委員会での審議を交えて決定するといった取組みを実施することが望ましい。
- ・ 取締役会のほかに任意の指名委員会や報酬委員会が存在する場合には、解任・不再任をめぐる議論の契機となる基準に抵触した際、どこで議論するのかといった審議プロセスについても明確にしておくことが望ましい。
- ・ なお、指名委員会・報酬委員会がそれぞれ設置されている場合、兼任の社外取締役を設置することなどにより、指名と報酬のプロセスを相互に連携させることが望ましい。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 現社長が就任してから業績の悪化が加速しており、定性的なフィードバックにおいても、十分に役割を果たせていないという評価を複数年にわたって受けている。こういった状況から、客観的には社長自身に何らかの課題がある可能性が高い。現社長に対しては、A事業の急激な悪化を踏まえた打開策の必要性の検討について、社外取締役からのコメントを踏まえた改善提案が出ているため、打開策の状況をモニタリングし、次回の総会で再任すべきかを判断するべきではないか。
- ・ 指名・報酬委員会の委員長から社長に対して定性的なフィードバックが伝えられているが、このプロセスを見直し、例えば第三者機関を使った評価とフィードバックにするなど、より客観的・定量的な情報に基づいて評価することも考えられるのではないかな。

Ⅲ. 解任・不再任をめぐる議論の提起

- ・ 社長・CEOの解任・不再任は、取締役会や指名委員会で問題提起しにくい課題である一方で、投資家等の外部ステークホルダーからの信頼回復や企業価値の更なる毀損を避けるためにも向き合うべき課題であると考えられる。そのため、本ケースでは言及されていないが、平時から社長・CEOの解任・不再任をめぐる議論の契機となる基準について、十分な議論を行い、客観的な基準等を設けておくことも有益であると考えられる(例：ROEが一定水準以下の状態が複数年継続する場合、PBRが一定水準を下回る状況が一定期間継続する場合 等)。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【補充原則4－3③】

取締役会は、会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続を確立すべきである。

＜参考＞社長・CEOの解任・不再任をめぐる議論の契機となる基準

社長・CEOのあるべき像や評価基準を明確にした上で、どのような場合に発案して議論すべきか、考え方を整理しておくことは、社長・CEOの解任・不再任の議論を実効性あるものとするに資するものである。このための方策として、取締役会又は指名委員会において、社長・CEOの解任・不再任の要否について議論を始める契機となる基準を、平時から設けておくことを検討することが有益である。

例えば、経営目標(KPI)と対応した定量基準や時価総額の推移を指標とした基準を定め、その未達成を解任・不再任について議論を始める契機とする、あるいは未達成にも関わらず再任する場合は取締役会や指名委員会に改善プランを提出させるなどの取組も考えられる。

(出所:経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」)

- ・ 社長・CEOを含む経営陣の解任・不再任は、社内者が提起しにくい問題であるため、社外取締役が主体的・主導的に進めることが求められる。そのため、社外取締役は、(たとえ社長・CEOとの個人的な人間関係から社外取締役に就任していたとしても)業務執行者から独立した客観的な立場から、場合によっては社長・CEOを解任・不再任する覚悟を持ち、執行側との健全な緊張関係を保つことが求められる。
- ・ 社長・CEOの解任・不再任を議論する際は、業績悪化がどの程度深刻なものなのか、また、その原因がどこにあるのか(社長・CEO自身の経営に問題があるのか、ある特定の事業が大きく影響しているのか 等)、業績悪化に対して社長・CEOが適切な対策を講じているか(ある事業を清算し、成長事業の投資を増やす 等)についても、客観的に見極める必要がある。
- ・ また、同時に、平時から後継者計画に関する議論とともに、社長・CEOの後任を任せられる人材がいるかどうかに関しても議論しておくことが必要となる。候補者次第では、現社長・CEOの続投が一番有力な選択肢であるという可能性もある。なお、取締役会では新たな代表取締役や代表執行役を決定できるが、前提として取締役や執行役である必要があるため、取締役や執行役の選任プロセスとの兼ね合いにも留意しながら選任する必要がある。
- ・ 上記の点を踏まえ、現社長・CEOがこのまま続投することで更なる企業価値の毀損につながる恐れがあると判断される場合には、指名委員会から取締役会に対して、社長の解任・不再任を働きかけることも必要である。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 同社では社長の解任・不再任をめぐる議論の契機となる基準は設けていないため、平時からこうした基準を設けることについて、議論する必要があるのではないかと。また、基準に該当した際、議論を開始しやすくするため、定量的な基準を定めておく必要があるのではないかと。

- ・ 指名・報酬委員会が行ってきた社長の業績連動報酬支給のための評価をベースに、過去の評価の際になされた議論なども踏まえ、改めて社長の現状評価について十分な議論を行い、過半数が社外取締役で構成され、より発言しやすいと考えられる指名・報酬委員会において、社長の解任・不再任に係る議論の必要性を問題提起する必要があるのではないか。

■ 補足情報

＜好事例＞

- A社では、足元の業績悪化および中期経営計画との乖離の拡大、また競合他社の動向を踏まえ、経営者としての期待を満たしておらず早期の社長交代が必要であると任意の諮問機関である指名委員会が判断した。これを受け、取締役会にて指名委員会より社長交代の答申がされ、社長は当該答申を受けて辞任を申し出ると共に、取締役会が社長の辞任を承認した。
- 後任の社長には、同社のCFOとして構造改革を推進した実績のある人物が指名され、取締役会から選任された。指名委員会は、当該選任に対する所感を公表しており、「業績不振・株価低迷からの脱却に向けた有効な対策を講じることが期待できる。今後の再建・成長を考え適任と判断した。」と述べている。

（出所：公開情報に基づきデロイトトーマツコンサルティング作成）

＜失敗事例＞

- B社では、社長の交代は任期制で計画的に行われており、社長の交代と業績や株価との関連性は薄い状態であった。社外取締役も選任されていたが、社長に対する遠慮も多く、業績や株価が低迷しているにも関わらず、社長の交代の要否について取締役会において提言することができない状態であった。結果として同社では20年近く業績不振に陥っていた。（なお、その後、グループ会社の会長を歴任していた後任社長が就任した。また、社長のみでなく、経営陣全体としての人事も改革がなされ、新たな経営体制のもと抜本的な構造改革を実施した。業績は回復し順調な成長を遂げている。）

（出所：公開情報に基づきデロイトトーマツコンサルティング作成）

ケース5(指名・報酬決定プロセスへの関与)

“報酬委員として、役員報酬制度をどのように評価し、発言すべきか。”

■ ケース設例

あなたはプライム市場に上場する監査役会設置会社である医薬品企業の社外取締役を務めている。同社では、任意の指名委員会及び報酬委員会を設置しており、あなたは報酬委員会の委員(報酬委員)を務めている。報酬委員会は、社長を含む社内外の取締役の報酬に関わる方針や支給額の決定における取締役会への諮問を担っている。

同社の取締役会の構成は以下の通りである。

社内取締役	代表取締役会長	取締役会議長、指名委員会委員長、報酬委員会委員長
	代表取締役社長	指名委員、報酬委員
	取締役、A事業管掌	—
	取締役、B事業管掌	—
	取締役、CFO	—
	取締役、研究開発管掌	—
社外取締役	独立社外取締役	指名委員、報酬委員
	独立社外取締役(あなた)	報酬委員
	独立社外取締役	報酬委員
	独立社外取締役	指名委員
	独立社外取締役	指名委員

同社では、直近の中期経営戦略の重点施策として、次の2つを掲げている。

- ①A疾患領域でグローバルナンバーワンのシェアの獲得(とりわけ米国市場でのシェア拡大)
- ②着実な研究開発投資に向けたキャッシュの創出

現状、地域別の売上構成比は、日本50%、海外50%となっており、海外のうち30%を米国が占めている。財務指標としては、売上・営業利益・当期純利益のほか、ROEを収益性に関する目標として置いている。

また、「サステナブルな社会の実現」をビジョンに掲げ、「人類の健康を支えるサイエンステクノロジーの開発」「環境負荷の低減」「多種多様な人材の活躍」を具体的な目標としている。その非財務指標として、「製品の上市国数(製品を販売している国の数)」「CO₂削減率」「外国籍・女性管理職比率」を置いている。

参考:直近年度の役員報酬の実績

	支給総額	比率		
		固定報酬	業績連動報酬	
			短期 インセンティブ	長期 インセンティブ
社内取締役 (6名)	約6億円 (うち、社長は約2億円)	60%	40%	0%

参考：現在の報酬方針

取締役の報酬等については、各職責や業界水準を踏まえた額とし、基本報酬と業績連動報酬で構成する。

基本報酬は月例の固定報酬として、株主総会で定められた報酬枠の範囲内で支給する。

業績連動報酬は、社外取締役を除く取締役を対象とする賞与とし、基本報酬と共通の報酬枠の範囲内で期初に定めた業績指標の達成度に応じた金額を支給する。業績指標は、定量的な指標として適当と考えられる売上高及び営業利益とし、業績指標の達成度に応じて金額を定めた算定表に基づく額を基本として決定する。

参考：他社の社長・CEOの報酬水準（業績連動報酬が100%支給された場合）

企業	報酬額
国内A社	約1.9億円
国内B社	約2.5億円
国内C社	約4億円
米国A社	約10億円

【検討すべき事項】

今回の報酬委員会において、次年度の社内取締役の報酬制度の見直しについて検討することとなった。執行側から報酬制度の見直し案として以下の内容が示されたが、あなたは報酬委員として、どのように評価し、委員会の場で発言することが考えられるか。

<見直し案>

- 来年度から開始する中期経営計画に合わせ、社内取締役に対して、中長期インセンティブとして3年後に譲渡制限を解除する特定譲渡制限付株式を導入する。初めての株式報酬であるため、業績に応じた条件などは付けず、3年在籍した場合には全株式の譲渡制限が解除される設計としたい。
- 導入に際しては、基本報酬60%、短期インセンティブ35%、中長期インセンティブ5%となるよう、短期インセンティブを減額して対応することを考えている。報酬構成の比率は社内取締役で一律にする予定。

社長の報酬改定案

	基本報酬	短期インセンティブ	中長期インセンティブ
現状	12,000万円	8,000万円	—
変更案	12,000万円	7,000万円	1,000万円

- 報酬の増額および中長期インセンティブの導入については、次回の株主総会に付議したいと考えている。

■ 解説・回答例

<回答を考えるに当たっての主なポイント>

① 必要となる主な知識・スキル

- 報酬委員会の役割や、機関設計毎の位置づけに関する理解
 - ・ 機関設計によって報酬委員会の位置づけや権限は異なるため、それぞれの違いや特徴を理解することが必要
- 役員報酬制度や関連する法令、最近の動向等に関する理解
 - ・ 役員報酬制度や関連する税制の動向や他社の動き等に関する最新の情報をアップデートし続けることが必要

② 事前に収集・検討すべきこと

- 報酬方針と現在の報酬設計を採用している背景
 - ・ 有価証券報告書等の公表資料から、自社の方針の有無や内容を改めて確認し、現在の報酬制度が当該方針に沿ったものとなっているか見直すことが必要
- 経営戦略や評価指標(財務・非財務)の把握
 - ・ インセンティブ設計の背景となる就任先企業の短期/中長期の経営戦略や評価指標について理解しておくことが求められる
- 自社の役員報酬にかかる客観的なデータ
 - ・ 報酬額にかかる客観的なサーベイデータの有無や必要に応じた情報の収集を事務局に依頼することも考えられる

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

- 報酬委員会の役割や、機関設計毎の位置づけに関する理解
 - ・ 報酬委員会は取締役や執行役員などの経営陣の報酬決定にかかる透明性や客観性を確保するため、主に独立した立場である社外取締役などが中心となって報酬制度や報酬支給額等を決定または審議する機関である。
 - ・ これまで日本では、役員報酬の総額を株主総会で決定した上で、個々の取締役の報酬決定を実質的に経営トップへと一任することが一般的であったが、その決定プロセスにおける客観性や透明性を担保するため、任意または法定の報酬委員会を設置する企業が増加傾向にある。
 - ・ 機関設計によって報酬委員会の位置づけや権限は異なるため、それぞれの違いや特徴は理解しておく必要がある。
 - ◇ 指名委員会等設置会社の場合には、取締役会の中に、指名委員会・報酬委員会・監査委員会の3つの設置が必要で、その構成や権限は会社法で定められている(会社法400条、404条)。報酬委員会は執行役等の個人別の報酬等の内容に係る決定に関する方針を定め、これに従って執行役等の個人別の報酬等の

内容を決定する権限を持っている(会社法404条3項、409条)。

- ◇ 他方、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社では、会社法上は報酬委員会の設置は求められていないが、「コーポレートガバナンス・コード」において、「独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、取締役会の下に、社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会を設置し、指名・報酬などの重要な事項は、委員会の適切な関与・助言を得るべきとされ、特にプライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべき」とされている(補充原則4-10①)(機関設計と各種委員会の関係についてはケース#3も参照)。
- ◇ なお、任意の報酬委員会には報酬の最終的な決定権限がないため、役員報酬の支給に際しては、定款に定めのない場合、年間の報酬枠等について株主総会への付議が必要となる。加えて、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社は、取締役の報酬等の内容についての定めがある場合、取締役の個人別の報酬等の内容についての決定に関する方針について取締役会にて決定しなければならない(会社法361条1項、7項)。
- ◇ 監査等委員会設置会社の場合は、監査等委員会に、監査等委員である取締役以外の選任、解任および辞任、報酬等について意見を決定し(会社法399条の2第3項3号)、その意見について、監査等委員会が選定する監査等委員に株主総会での意見陳述権が認められている(会社法342条の2第4項、361条6項)。

➤ 役員報酬制度や関連する法令、最近の動向等に関する理解

- ・ 従来、日本企業においては金銭によって固定的に支給される基本報酬が報酬の大半を占める設計が一般的であったが、「コーポレートガバナンス・コード」や「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」において、中長期的な企業価値向上への動機づけとして、業績連動型報酬や自社株報酬の導入が促されており、日本企業においても役員報酬制度の見直しを行う企業が増えている。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【補充原則4-2①】

取締役会は、経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

＜参考＞経営陣の報酬の在り方

グローバル展開が進む企業であれば、業績目標へのコミットや株主目線での経営姿勢を明らかにするため、執行側のトップである社長・CEOについて、業績連動報酬の比率をグローバルにベンチマークする企業の水準まで高めることや、長期インセ

ンティブ報酬の比率の目安をグローバル水準である40～50%程度とすることも考えられる。
(出所:経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」)

＜参考＞主な中長期インセンティブ報酬の種類		
種類	報酬の内容	交付資産
特定譲渡制限付株式	一定期間の譲渡制限が付された株式を役員に交付	株式
事後交付型リストラクテッド・ストック	予め交付株式数を定め、一定期間経過後にその株式を役員に交付	株式
株式交付信託	予め交付株式数を定め、一定期間経過後にその株式を役員に交付	株式
ストックオプション(SO)	自社の株式をあらかじめ定められた権利行使価格で購入する権利(新株予約権)を付与	株式
パフォーマンス・シェア(PS)	中長期の業績目標の達成度合いに応じて、株式を役員に交付	株式
パフォーマンス・キャッシュ	中長期の業績目標の達成度合いに応じて、現金を役員に交付	金銭
ファントム・ストック	株式を付与したと仮想して、株価相当の現金を役員に交付。	金銭
ストック・アプリシエーション・ライト(SAR)	対象株式の市場価格が予め定められた価格を上回っている場合に、その差額部分の現金を役員に交付	金銭

(出所:経済産業省「攻めの経営を促す役員報酬」)

- ・ 上記のほか、関連する税制の動向や他社の動き等に関する最新の情報をアップデートし続ける必要がある。他社や業界の動向については、制度設計に関しても積極的に情報収集すべきである。例えば、欧米企業や一部の先進的な日本企業においては、ESGを企業戦略に取り込み、これと連動する形でESG指標を報酬評価に用いるケースも増えている。こうした最新の動向に関する知識を常にアップデートし続けることは、外部の視点から監督・助言を求められる社外取締役にとって必要となる。
- ・ なお、一般的な情報や報酬にかかるトレンドは、役員報酬に関するコンサルティング等を行う外部機関が提供する公表資料やセミナーなどから知ることできる。また、社内では専門的な知見が不足している場合には、コンサルタント等の専門家を報酬委員会などに招いてトピックに関する勉強会を実施してもらうなどの方法も考えられる。

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

- 報酬方針と現在の報酬設計を採用している背景
 - ・ 役員報酬では、報酬の額またはその算定方法の決定方針についてはコーポレートガバナンス報告書および有価証券報告書等での開示が、取締役や執行役等の個人別の報酬等の内容についての決定に関する方針については有価証券報告書等での開示が求められている。こういった公表資料から、自社の方針の有無や内容を改めて確認し、現在の報酬制度が当該方針に沿ったものとなっているか見直すことも必要となる。なお、開示が求められているから取り組むということではなく、企業としてその必要を検討し、判断することが重要である。
 - ・ 有価証券報告書や統合報告書、自社で任意に定めるガバナンスにかかる方針書などにおいても、過去の見直しの概要や現在の報酬制度の概要、決定プロセス等について開示していることも多いため、事前に目を通しておくことも考えられる。
 - ・ また、役員報酬についてはここ数年で大きく環境が変わり、制度についても見直しを行っている企業が多いため、過去の取締役会や報酬委員会における検討結果について、議事録の参照等を通じて情報収集し、理解を深めておくことが望ましい。
- 経営戦略や評価指標（財務・非財務）の把握
 - ・ 役員報酬は、固定的に支給される基本報酬のほか、賞与など短期的な業績に連動する短期インセンティブ（STI: Short Term Incentive）、中長期の企業価値向上への動機づけとして主に株式などを支給する、中長期的な業績に連動する中長期インセンティブ（LTI: Long Term Incentive）の3種類から適切に組み合わせて設計されることが望ましく、その設計にあたっては就任先企業の短期および中長期の経営戦略とその評価指標を理解しておくことが求められる。評価指標は、営業利益やROEといった財務指標のみならず、非財務指標（財務的な指標以外で企業が指標として掲げているもの）を採用することも考えられるため、その内容や設定の背景に関する理解を深めておくことが望ましい。
- 自社の役員報酬にかかる客観的なデータ
 - ・ 近年、多くの日本企業では、報酬水準や構成比の透明性・客観性を担保するため、報酬額にかかるアンケート調査によるサーベイデータを第三者機関から取得している。このため、報酬にかかる検討に向けては、こういった客観的なデータの有無を事務局に確認し、必要に応じて情報の収集を事務局に依頼することも考えられる。

③ 本ケースにおける回答例

- これまで日本企業の役員報酬は固定的に支給される基本報酬が中心であったが、基本報酬は業績に関わらず支払われるため、企業価値の向上とは連動しておらず、経営陣にとって、適切なインセンティブとして機能していないという指摘がある。
- 社外取締役としては、報酬の決定にかかる客観性や透明性の確保のため、以下に示す観点に留意しつつ、執行側の示す案に対して適切に助言、監督することが求められる。

I. 報酬の方針の見直し要否

- ・ まず、役員報酬を見直す場合には、議論の軸となる報酬の方針について検討することが必要となる。通常であれば、取締役や執行役等の個人別の報酬等の内容についての決定に関する方針を定めているため、当該内容を報酬委員会において確認し、今年度の検討において見直す必要がないかを議論することとなる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 本ケースでは、新たに中長期インセンティブの導入を検討することとなるため、基本報酬と賞与を前提として作成していた従来の報酬の方針についても見直しを行う必要があるのではないか。

II. 業界水準に照らした報酬水準の競争力の有無

- ・ 次に、報酬の金額水準について、執行側の提示する案が妥当であるかどうか検討することとなる。
- ・ 優秀な経営人材を確保することは、中長期の企業価値を左右する重要なアジェンダであり、役員報酬は重要な要素の一つである。そのため、自社で設定している報酬の方針を踏まえつつ、役員報酬の水準の妥当性を検証して競争力のあるものとする必要がある。
- ・ また、グローバル展開が進んでいる企業では、海外から優秀な人材を経営陣として確保する必要性もあることを踏まえ、国内のみならず海外との比較も行いながら、自社の役員報酬水準の妥当性や競争力を検証することも考えられる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 同社の報酬方針としては、業界水準を踏まえた額としたうえで必要に応じて報酬額を調整することとしている。同社の報酬水準は、社長が2億円であり、国内の同業他社A～C社と比較すると、妥当な水準と考えることもできる。業績連動報酬の増額は望ましいものの、上乘せとすると水準自体が増えるため、執行側の案のように、既存の報酬から切り出すという考え方もある。
- ・ 同社では報酬水準のポジショニングについて明示的な方針が示されていないが、国内

同業他社A～C社と比較した場合、下から2番目の位置付けとなる。同社ではA疾患領域でグローバルナンバーワンのシェアの獲得を中期経営計画として掲げており、企業としてもさらに成長していくことを想定していることから、執行側の変更案では報酬額を据え置きとしている部分について、新たに導入する中長期インセンティブを上乗せすることとし、報酬水準自体も増額する方向で検討してはどうか。

Ⅲ. 報酬構成におけるインセンティブの効果検証

- ・ 報酬水準の内訳である報酬構成について考えることも必要であり、具体的には「基本報酬:短期インセンティブ:中長期インセンティブ」の比率をどのように設定するかについて検討することとなる。この場合においても、自社の報酬の方針との整合性を確認することが重要となる。
- ・ 基本報酬は生活給にもなるため、欧米に比べて報酬水準の低い日本企業では見直しの際に減額するケースは少なく、一般的には、短期インセンティブおよび中長期インセンティブをどのように増額し、設計していくかという議論が中心となることが多い。
- ・ なお、短期業績のみに連動していると、経営者は短期業績ばかりを意識することとなり、中長期的な企業価値に意識が向きにくい仕組みとなってしまうため、中長期インセンティブの新規導入や増額を促すことも、中長期的な企業価値向上のためには重要となる。
- ・ この検討に際して、客観性や透明性を担保できる具体的な方法として、例えば、第三者機関等が提供する報酬データから、同業他社やピアグループがどのくらいの構成比としているかを参照することが考えられる。
- ・ なお、一般的には以下の比率についても併せて考慮することが考えられる。

(i) 固定報酬と変動報酬の比率

- ◇ 基本報酬のように金額を固定して支給するものは固定報酬、業績等に応じて支給額が可変する短期インセンティブおよび中長期インセンティブは変動報酬とも呼ばれる。
- ◇ 経営陣に対して適切にインセンティブが働く設計となっているか検証する上では、報酬全体に占める固定報酬と変動部分の比率に留意し、客観的なデータと比較して、特に固定報酬の比率が高すぎないかを見ていく必要がある。基本的には変動報酬の比率が高いほどインセンティブ性が高く、経営陣にリスクテイクを促す設計となる。

(ii) 金銭報酬と自社株報酬の比率

- ◇ 基本報酬のように金銭で支給される報酬を金銭報酬、ストックオプションや譲渡制限付株式など、株式そのものや将来行使することで株式を受け取ることでできる新株予約権などの報酬を自社株報酬と呼ぶ。
- ◇ 報酬全体のうち、どの程度を金銭でまたは株式で支給するかという観点も重要である。自社株報酬はその価値が株価に応じて変動することから、もらう側から

すれば安定性に欠けるとの捉え方もあるが、一方で、株主目線を意識することとなり、また、将来換金するときの株価を高めることも意識するため、中長期的な企業価値向上への意識が向上すると考えられる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 執行側からは、固定報酬と変動報酬の割合は変更しない案を示されているが、固定報酬が60%となっているため、例えば、中長期インセンティブについては増額する扱いとして、変動報酬の割合を高めても良いのではないか。
- ・ 執行側の案により、自社株報酬が全体の5%入ることとなるが、割合が少なすぎるのではないか。

IV. インセンティブ制度の検討

- ・ 報酬構成を検討した後は、変動報酬である短期インセンティブ制度および中長期インセンティブ制度の設計について、報酬の方針との整合を踏まえつつ、検討する必要がある。

(i) 短期インセンティブ制度の検討

- ◇ 短期インセンティブ制度は経営陣の一年間の職務執行に対して支給されるものであることが多く、一般的には評価などと結び付けることが多い。このため、経営陣自らの努力によって結果が変わる指標を経営戦略と紐づけて設定することが考えられる。
- ◇ 支給方法は金銭と株式のいずれも考えられるが、金銭で支払われる賞与が一般的である。

(ii) 中長期インセンティブ制度の検討

- ◇ 中長期インセンティブ制度は3～5年程度の期間に応じて支給されることが多く、一般的には、対外的に公表する中期経営計画の達成などと結び付けて設計され、当該計画達成に向けた強いコミットメントとして利用されることもある。
- ◇ 例えば、中期経営計画で示す計画値を達成した場合に100%支給するが、未達成かつ達成率が悪い場合には報酬額を0とする設計にすることで、計画達成に向けた経営陣としての覚悟を示すことも可能である。なお、超過達成をした場合には、100%以上を支給する設計とすることで、超過達成に向けたインセンティブ性も盛り込むことが多い。
- ◇ 支給方法として金銭と株式のいずれも考えられるが、株式を選択することが多くなっている。ただし、対象者が海外にいる場合など、株式で渡すことでリスクやコストなどの負担があるようなケースでは、金銭を選択することも考えられる。なお、上場企業である以上は、経営者と株主の利害が一致していることも重要であり、株主の共同の利益を代弁する立場である社外取締役は、その観点でも経営陣の役員報酬に自社株報酬を導入することを経営陣に働きかけることも期待され

る。

- ・ 中長期インセンティブ制度としては、主に以下の2パターンが考えられ、企業ごとのニーズに応じて選択、または組み合わせて設計することが必要となる。
 - ◇ 業績等に連動させ、一定期間経過後にあらかじめ定めた算定式等に応じて変動させた報酬を支給する設計。中長期的な業績目標等と連動させ、業績達成へのインセンティブを主な目的として導入されるもの。
 - ◇ 業績等に連動せず、一定期間経過後に確定した報酬を支給する設計。主にリテンション効果を狙い、一定期間在籍した場合に報酬を支給するというもの。
- ・ 中長期インセンティブ制度として活用される自社株報酬については、特に様々なスキームが存在するため、自社がインセンティブ制度を導入する目的を踏まえつつ、当該目的を実現できるスキームを絞り込み、それぞれのメリット・デメリットを比較検討することが必要となる。
- ・ なお、過度なリスクテイクを助長しないよう、報酬の没収や取り戻しについて定める、いわゆるマルス/クローバック条項などのリスク管理メカニズムの仕組みの導入も合わせて検討をすることが考えられる。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ 執行側に対して、なぜ自社株報酬の中で特定譲渡制限付株式を選択したのかという点につき、他のスキームとの比較検討状況がどうだったのかなどの検討過程についても質問してはどうか。
- ・ 業績に連動しない特定譲渡制限付株式に加え、中期経営計画の指標と連動させて支給する業績連動の自社株報酬の導入についても、必要性を検討してはどうか。

V. 経営戦略・評価指標との連動

- ・ 短期インセンティブ制度と中長期インセンティブ制度は、各制度が企業の経営戦略と連動しているかについて評価することも重要である。具体的には、経営戦略と紐づく形で適切な評価指標に落とし込まれ、その評価指標が報酬設計に反映されていることが求められる。
- ・ 評価指標は、短期インセンティブと中長期インセンティブの特性も踏まえて検討することが望ましく、売上高や営業利益、ROE、ROIC等の財務指標のみならず、必要に応じてCO₂排出量の削減や従業員満足度等の非財務指標を採用することも考えられる。
- ・ なお、役員報酬の指標に組み込み、経営陣に達成をコミットさせ、それを公表することで企業としての「本気度」をステークホルダーに示すこともできるため、企業として推進したい取組みに関連する指標を盛り込むことも考えられる。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ 現在、同社ではサステナブルな社会実現をビジョンに掲げ、具体的なESG指標を目標として設定しているが、役員報酬はこうした非財務指標とは連動していない。そのため、これらの指標も役員報酬に連動させてはどうか。

■ 補足情報

＜好事例＞

- A社は4つの複数のセグメントを持つ総合メーカーであり、資本効率性向上のため各セグメントの事業評価指標としてROICを導入している。
- 同社の社内取締役及びセグメント責任者である執行役員向けの役員報酬制度において、業績連動部分を各担当事業のROICに連動するよう、制度内容が変更された。
- その結果、セグメント毎に稼働率が低く収益性に劣る資産の整理を積極的に進めるようになり、将来の収益への貢献が期待できる資産への投資に振り向けられるようになった。

（出所：公開情報に基づきデロイト・トーマツコンサルティング作成）

＜参考＞ 社外取締役の報酬の在り方

- これまで社外取締役には固定報酬しか付与していない会社も多いが、我が国の社外取締役については、これまで一般に企業価値向上への意識や取締役の一員としての当事者意識が必ずしも高くないとの指摘が根強くある。インセンティブ報酬を付与したからといって、独立性が損なわれ監督がおろそかになるおそれも低いことを踏まえると、社外取締役へのインセンティブ付与の観点から、自社株報酬・業績連動報酬を付与する選択肢も含めて検討することが有効と考えられる。
 - 自社株報酬は、株主の意見を適切に反映させる役割を担う社外取締役にとって、株主と目線を合わせる観点から、有効な場合がある。特に、自社株報酬のうち、業績条件の付されていない自社株を付与する類型のものは、その割合が金銭報酬に比して過度に高くない限り、社外取締役が自ら自社株式を購入し、保有することと大きな差異が無く、付与することによる弊害が少ないため、有力な選択肢として考えられる。
 - 他方、業績連動報酬は、経営陣と同じ内容の業績連動性を有するような場合には、社外取締役が独立した立場から業務執行の監督を果たす上で適切ではない可能性もあるので慎重な検討が必要となる。もっとも、弊害が想定されない場合には、一律に業績連動報酬が否定されるものでもなく、経営陣よりも緩やかな業績連動性を有する報酬を付与することが あってもよいという考え方もあり得る。
- また、報酬水準に関しても、社外取締役として期待される役割・機能を果たすために相当な時間や労力を費やすこともあるため、それに見合っているか否かという観点から検討することも必要である。
- 特に、指名委員会・報酬委員会・監査（等）委員会等の委員長や委員を兼務する場合や、取締役会議長を務める場合、筆頭独立社外取締役を務める場合などにおいては、社外取締役として費やすこととなる時間や労力、果たすべき役割や責任も相当程度増大し得ると考えられることから、こうした負担や責務に応じて適切な水準の報酬とするという観点も重要と考えられる。

（出所：経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」）

ケース 6(個別の業務執行の意思決定への関与)

“業務執行上の重要な意思決定(大型事業投資、M&A など)の議案が付議された場合に、どのようにリスクを評価し、ブレーキをかけるまたは後押しをするべきか。”

■ ケース設例

あなたはプライム市場に上場する電気機器メーカーA社の社外取締役である。同社はこれまで電気機器の売り切りモデルが主流であったが、技術の発展や国際競争の激化等の環境変化に対応するため、デジタル化の推進によってクライアント企業の製造や物流プロセスの最適化を支援するソリューション提供型モデルへの転換を進めることを中長期戦略として掲げている。

取締役会での付議議案として、製造・物流プロセスの最適化を目的としたソフトウェアの開発に強みを持つ欧州企業の買収検討案件が付議され、担当役員から説明を受けた。事業モデルの転換を加速するにあたって同社が持つ技術の獲得が必要であるが、金額が巨額であり、同社にとっては最大規模となることから、CFOや他の一部の社内取締役は慎重になっている。

なお、買収の詳細は以下の通りである。既存の株主から全株式を取得する形で買収し、本案件は買収資金の一部を潤沢な手元資金で補いつつ、借入も活用することを予定している。

参考:A社の企業規模(前年度の売上/EBITDA/当期純利益)

前年度売上高	前年度EBITDA	前年度当期純利益
7,000億円	550億円	400億円

参考:本買収案件の詳細

企業所在地	ドイツ
事業内容	製造業における製造・物流プロセスの最適化を目的としたデータエンジニアリングや分析に関わるソフトウェア開発を手掛ける 同領域においては世界トップレベルの実績を誇る
前年売上高 / EBITDA	約700億円 / 約250億円
買収予定金額	約5,000億円

同社は、対象企業に対し、これまで数年にわたって独自にアプローチしてきたが、先方の創業者兼CEOの引退を機に、具体的な買収交渉に進むことができたという経緯がある。ただし、他のライバル企業も買収に名乗りをあげており、その結果、買収価格が上がっている。

取締役会では、買収後の経営計画及び統合計画についても、併せて担当役員より説明がなされた。具体的には、買収後に自社のエンジニアを買収先に派遣し、自社と買収先の技術・強みを掛け合わせた新たなソリューション開発を共同で加速させる計画をたてているほか、まずは日本国内を皮切りに、ソリューション提供型モデルにおける営業人員の再育成等も具体的な日程とともに想定されている。

【検討すべき事項】

取締役会において、本買収案件について付議をされた。あなたは、それぞれ以下の観点からどのように考えるべきか。

観点1 あなたは社外取締役として、今回の買収案件をどのように評価するか

観点2 経営陣のリスクテイクに関して、どのように後押しをする・ブレーキをかけるべきか

■ 解説・回答例

<回答を考えるに当たっての主なポイント>

① 必要となる主な知識・スキル

➤ M&Aに関する総合的な基礎知識

- ・ M&A プロセスの全体像や関連するリスクの理解、案件を評価するにあたって必要となるファイナンスリテラシーや M&A に関連する法律の基礎知識が必要

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 就任先企業の中長期戦略や取り巻く環境に対する理解

- ・ 就任先企業の中長期戦略や取り巻く環境について、十分に理解しておくことが求められる

➤ これまでの検討経緯や検討内容の把握

- ・ 例えば、いつ頃から検討されているものなのか、外部のアドバイザー等の紹介によるものなのか、企業が自主的に候補企業を選定したのか等、案件の検討経緯について理解しておく必要

➤ 投資に関連する社内規程の確認

- ・ 投資に関連する社内ルールや内規の有無、内容について事前に確認しておくことが望ましい

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ M&Aに関する総合的な基礎知識

- ・ M&Aは企業において経営戦略を進めるための重要な手段の一つであり、日本でも積極的に取り組む企業は増えている。
- ・ そのため、経営の監督を担う社外取締役としては、M&Aプロセスの全体像や関連するリスクを理解しておく必要があるほか、案件を評価するにあたって必要となるファイナンスリテラシー（DCF法、PER・PBR・PSR・EV/EBITDA倍率等の指標を用いたマルチプル法等）、M&Aに関連する法律（会社法における組織再編、組織再編税制、競争法・独占禁止法等）の基礎知識を持ち合わせておく必要がある。
- ・ 経営者あるいは専門家としてM&Aの実践経験が豊富でない場合には、研修等も活用し、M&Aに関連する基礎知識を高めることが考えられる。また、取締役会事務局に対して事前説明を依頼し、細かい用語などについて十分に理解を深めることも考えられる。
- ・ また、M&Aに限定せず、上記知識に加えて経営戦略に関する知識（戦略策定、企業価値評価等）も最低限備えることで、より深い議論を重ねることができると考えられる。

<参考>M&Aの主な評価手法

DCF法

- DCF (Discounted Cash Flow) 法は企業価値を評価する手法の一つであり、対象

企業の事業計画に基づき将来どの程度のキャッシュフローを生み出すか計算し、そのリスク等(割引率)も加味した上で企業価値を求める手法をいう。

マルチプル法

- 対象企業と類似する上場企業の売上高や純利益等の財務指標に対する株主価値等の倍率(マルチプル)を用いて、対象企業の価値を評価する手法をいう。

EV/EBITDA倍率

- マルチプル法的一种で、企業価値(EV: Enterprise Value)がEBITDA (Earnings Before Income Taxes Depreciation and Amortization、利払い前・税引き前・減価償却前利益)の何倍であることを示す指標であり、つまり買収価格を何年分の利益(EBITDA)で回収できるかを表す。

<参考> M&Aに関連する主な法律

会社法(M&Aの手法に関連する部分)

- 会社法における組織再編行為として以下の種類が規定されている。
 - 組織変更(会社法第743条)
 - 合併(吸収合併、新設合併)(会社法第748条)
 - 会社分割(吸収分割、新設分割)(会社法第757条)
 - 株式交換及び株式移転(会社法第767条)
- なお、海外M&Aの場合には、日本の会社法に準拠することに加え、対象企業所在国の会社法制度の考慮も必要となる。

金融商品取引法

- 金融商品取引法は投資家等保護のための情報開示を要求する。M&Aに関連し、法律上求められる情報開示は、以下の種類がある。
 - 大量保有報告制度(金融商品取引法第27条の23): 上場株券等を一定の基準(5%ルール)を超えて保有する場合、大量保有報告書により財務局への報告義務が生じる。
 - 臨時報告書提出制度(金融商品取引法24条の5): 臨時報告書提出制度では、会社の業務執行を決定する機関にて組織再編の実施を決定した場合に、臨時報告書を財務局長等に提出する必要がある。
 - 公開買付に伴う開示制度: 意思表明報告書、臨時報告書
- また、東証上場規定(第402条)では、公正な株価等の形成及び投資家保護を目的として、上場する会社による「重要な会社情報の開示」を定めている。また、公開買い付けを実施する際には、公開買付け開始決定に係る適時開示が必要となることにも留意されたい。

競争法/独占禁止法

- 各国競争法(日本では独占禁止法)は自由市場に影響を与える蓋然性の高い一

定の規模の企業統合計画について、企業に対して事前の届出を義務付け審査を実施している（日本の場合、独占禁止法第10条第2項）。M&Aの実施に際しては、各国で求められる手続きを遂行し当局から承認を取得する必要がある。

- クリアランスの基準は、各国によって様々であるため、海外M&Aの際には法律の専門家に相談し、対応することが一般的である。

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

- 就任先企業の中長期戦略や取り巻く環境に対する理解
 - ・ M&Aが就任先企業の中長期的な企業価値向上に資するかどうかを判断するためには、就任先企業の中長期戦略や取り巻く環境について、十分に理解しておくことが求められる。
 - ・ 特に今回のケースのように、事業モデル転換を念頭に置いたM&Aである場合、就任先企業の現状の立ち位置（市場優位性や保有する技術、組織能力等のケイパビリティ）や競争を含む業界全体の動きについても把握しておくことが望ましい。
- これまでの検討経緯や検討内容の把握
 - ・ 例えば、いつ頃から検討されているものなのか、外部のアドバイザー等の紹介によるものなのか、企業が自主的に候補企業を選定したのか等、案件の検討経緯について理解しておく必要がある。
 - ・ また、相手先企業の強みや弱み、リスク要因を含めた検証の状況など、買収の是非を判断する上で重要となる事項を中心として、これまでの社内での検討内容に関する情報収集を事前に行い、理解を深めることが必要である。
 - ・ これまでの検討経緯や検討内容について確認すべき点があれば、取締役会前に企業側と質疑応答の場を持って理解を深めておき、取締役会では議論に時間を割くことが望ましい。
 - ・ 上記の内容は、主に就任先企業から情報提供を受けなければ収集することが難しいため、取締役会事務局等を通じて情報の共有を依頼することが必要である。なお、M&Aにかかる情報は、未公表の重要事実として管理されていることが多いため、情報管理には注意が必要となる。
- 投資に関連する社内規程の確認
 - ・ 投資に関連するルールとして、投資判断のプロセスや基準、投資決定後の管理体制や撤退に関わる基準などが定められているケースもあるため、社外取締役として投資行為であるM&A案件の評価を行うにあたっては、投資に関連する就任先企業の社内ルールや内規の有無、内容について事前に確認しておくことが望ましい。
 - ・ なお、こうした規程では、その内容や背景について不明点等があれば、事前に執行側に

確認しておくことが望ましい。例えば、投資判断基準等は企業毎の事業特性などに応じて設定されているため、就任先企業における投資方針への理解を深めるには、執行側に確認することが重要になる。

③ 本ケースにおける回答例

- 経営環境の変化のスピードが速く、業界の破壊的イノベーションが進む現代において、M&Aは経営戦略の実現のための有効な手段の一つであり、場合によっては、企業の命運を左右する重要な意思決定となるものであるともいえる。
- 社外取締役としては、M&Aが中長期的な企業価値向上に資するか、リスクに対して適切な対応策が練られているかについて客観的に見極め、意思決定の後押しをすべきか、あるいはブレーキを踏むべきか、を判断する必要がある。本ケースを評価する際に着目すべき観点としては、主に以下のものが考えられる。

観点1: あなたは社外取締役として、今回の買収案件をどのように評価するか

I. 長期ビジョンや中長期の経営戦略との整合性

- ・ 中長期の経営戦略を達成するために、M&Aを用いるのか、それとも自社の経営資源を用いるのか、といった観点にまず着目する必要がある。
- ・ M&Aが中長期的な企業価値向上に資するものかを判断するに当たっては、短期的目線ではなく、企業の長期ビジョンや中長期の経営戦略との整合性を確認する必要がある。具体的には、中長期の経営戦略において当該M&Aがどのように位置づけられるのか、当該M&Aの必要性等について対外的に説明できる理由が存在しているか等について確認し、整合性を判断していくことが考えられる。
- ・ 入札スケジュールに時間的余裕がない場合や有力な他社も買収に動いている等の理由から適正な価格以上で買収しようとするなど、焦りが生じている場合、長期ビジョンや中長期の経営戦略との整合よりも案件の実現が優先され、単視眼的あるいは短期的な思考に陥ってしまうことも少なくない。そのため、長期ビジョンや中長期の経営戦略におけるM&Aの意義について、社外取締役の立場から冷静かつ客観的に見極める必要がある。
- ・ なお、今回のケースでは当てはまらないが、M&Aなどの個別の業務上の重要な意思決定に関する議案について検討が深く進んでいる段階で初めて案件が付議される場合、社外取締役が急に深い検討まで行うことは難しい。そのため、就任先企業の中長期的な戦略を決める段階や初期的に案件が検討されている段階などから、取締役会として中長期的な戦略はどういったものか、M&Aも含めてどのように戦略を達成させるのか、M&Aを実施する場合、どのような企業に対して実施するのか、等といった点を常日頃から検討することが好ましい。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ 就任先企業は国際競争が激化するなかで、中長期の経営戦略において、ソリューション提供型の事業モデルへの転換を進めており、その戦略を進めるため、自社に足りないケイパビリティを迅速に補完していくことが求められる。今回のM&Aでは、製造・物流プ

ロセスの最適化を目的としたソフトウェア開発に強みを持つ欧州企業が対象とされており、同社の中長期の経営戦略とは一貫性もあるのではないかと。また、同様の理由から、M&Aによる事業拡大を目指すのが良いのではないかと。

- ・ 今回のM&Aは投資銀行等から持ち込まれた案件ではなく、同社が数年にわたって対象企業にアプローチし続け、対象企業の強みや弱み、リスク等も把握した上で、十分な時間をかけて検討していることから、短期的に判断されたものではなく、中長期戦略上必要なものであると考えられるのではないかと。

II. 買収後の統合計画の内容

- ・ また、M&Aにおいては、買収に伴う投資回収計画の蓋然性についても評価する必要がある。このため、経営陣が買収後の成長ストーリーを具体的に描き、経営計画や統合計画をしっかりと立てているかどうかについても、確認を行う必要がある。
- ・ 買収後の経営計画については、買収の検討過程で洗い出された買収先の強みや弱み等のファクトに基づいて策定されたものであるか、デュー・デリジェンス等で洗い出されたリスクに対して具体的な対応策が示しているかといった観点から、買収後の成長ストーリーや経営計画の実現性を検証していくことが望ましい。なお、買収後の外部環境の変化を見据え、複数のシナリオを想定した計画を描けているかという点も、企業の持続的成長を支え、投資家等の利益を保護する観点から重要となる。
- ・ 特に海外企業を対象としたM&Aの場合には、対象国との文化の違いや、グローバルな経営体制の未整備などから、買収後に計画と実態の乖離が生じるケースも少なくないため、担当者が自ら現地に赴いて買収先の調査を行っているか、その調査に裏付けられた実現可能性の高い計画が作成されているか等について、留意する必要がある。
- ・ なお、M&A実施後も、計画が想定通り実現されているか、想定通りでない場合には経営陣が適切な対応を行っているか等について、取締役会にて継続的なモニタリングを行い、株主への説明責任を果たすことが求められる。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ 同社では、新たなソリューションを開発するにあたっての共同での研究開発の実施や、ソリューション提供サービスに適応した営業部隊の育成計画を立てているなど、具体的なアクションプランが検討されており、かつそれが具体的な日程に落とし込まれていることは、買収後のシナジー創出に向けた実現性の高い経営計画になっているかどうかを評価する上でプラスに働く要素である。
- ・ 今回の場合、事業環境の変化など複数のシナリオを想定した計画の説明は行われていないため、評価に際しては、戦略の実現に向けたリスク要因が他にないか、リスクが生じた場合の対応や計画を描いているかなどについて、経営陣に問いかけることも必要ではないかと。

観点2:経営陣のリスクテイクに関して、どのように後押しをする・ブレーキをかけるべきか

I. 買収価格の妥当性や企業の財務戦略への影響

- ・ M&Aは投資の一種であるため、M&A手法の選択や買収価格の妥当性、就任先企業の財務への影響等について、客観的に見極めることも必要である。
- ・ M&Aにおいて、どのような手法が最適かを客観的に評価・分析することも、社外取締役に期待される重要な役割の一つであるといえる。M&Aの手法を評価するにあたり、社外取締役として税務、法務、財務戦略、買収株式割合等の観点から客観的に評価することが必要となる。
- ・ 特に他に競合相手がいる等の理由から経営陣に焦りがある場合は、必要以上に買収価格を吊り上げてしまうこともあるため、買収価格の妥当性については、EV/EBITDA倍率など客観的な指標を用いながら、独立した立場で冷静に判断を行う必要がある。また、M&Aが企業の財務体力に及ぼす影響や投資回収に向けた計画についても確認が必要である。
- ・ しかし、客観的には高値であっても、長期ビジョンや中長期の経営戦略の実現にあたってM&Aが不可欠であり、今の価格を出さなければ買収できず、戦略が実現出来ないリスクがあること、加えて、投資の回収に向けた具体的かつ実現可能性の高い計画を示すことができれば、経営陣の意思決定を後押しすることも考えられる。執行側の担当者は、案件の実現のために楽観的な事業計画を立てている可能性もあるので、その実現可能性については独立した立場から客観性をもって評価すべきである。また、高額な買収となる場合には減損リスクが高まり、投資家への影響も大きくなることが予想されるため、価値に見合った買収であることについての説明責任を果たしているかどうかについても、十分に検討することが必要となる。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ EV/EBITDA倍率等の客観的な指標でみると今回の案件は「高値」であるといえ、かつ、今回の買収は同社にとっては最大規模である。しかし、担当役員の説明から、同社の経営戦略を進めるためには買収先の持つ技術の獲得が不可欠であると考えられる。そのため、買収後の経営計画の蓋然性についても、十分な検証ができているのであれば、経営者の決断を後押しすべきと考えることもできる。
- ・ EV/EBITDA倍率等の客観的な指標でみると今回の案件は「高値」であると考えられ、かつ、今回の案件は同社にとって数年にわたり追いかけてきたものである。そのため、具体的な買収後の経営計画があるとはいえ、買収への焦りから高値掴みをしてしまっている可能性も考えられるため、別の選択肢(検討している企業以外の買収、価格の更なる交渉 等)とも比較検討をしていない場合には、比較検討をした上で、最終的な案件の可否を決める必要があるのではないかと。

- ・ 同社は手元資金が潤沢な状況であるが、その資金をそのまま手元に置いておくのではなく、会社提案のように、今回のM&Aのような更なる成長を目的とした投資に回し、将来のリターンの最大化を図ることが、中長期の経営戦略の実現に資するものとなり、企業価値向上にも繋がると考えられるのではないかと。

■ 補足情報

<好事例①>

- かなり規模の大きい海外の会社のM&Aを行おうとした際に、社内の取締役が慎重論を唱え、議論の流れがそちらに傾きつつあった。
- その中で、社外取締役として、「将来の企業の成長のためには国内に依存するわけにはいかない、リスクをとらなければ次の成長はない。リスクをとるからこそきちんとリスク管理をしていく必要がある」と意見を述べ、企業の意思決定を後押しした。

(出所:経済産業省「社外取締役の実像」インタビューより抜粋)

<好事例②>

- 巨額の買収であったため当初はリスクが高く反対したが、グローバル競争を勝ち抜くため、事業領域を差別化し業界におけるポジションを確立するために必要な買収であったこと、借入金を3～5年で正常に戻せる見通しができたことから、社外取締役として買収を後押しした。
- 投資家は、経営陣だけが独走し大型買収に踏み切ったのではないかと懸念していたため、株主総会の場でも、社外取締役として買収を決断した理由の説明を行った。

(出所:経済産業省「社外取締役の実像」インタビューより抜粋)

ケース 7(個別の業務執行の意思決定への関与)

“就任先企業が外部から買収提案を受けた際に、社外取締役として何を検討し、どのように振る舞うべきか。”

■ ケース設例

あなたは東証スタンダード市場に上場する建築資材製造業(A社)の企業の社外取締役である。A社は、機関設計として監査等委員会設置会社を採用している。

A社は、独立した立場での経営の監督、及び経営全般に対する客観的・中立的な助言を通じた経営の適正化の両方に期待し、社外取締役を選任している。同社の取締役会は、事業に精通した社内取締役6名と他業界での経営経験を有する社外取締役3名で構成されている。

ある日、東証プライム市場に上場する、同業の大手建築資材メーカー(B社)から、事前の連絡や打診が無い形で、B社がA社を完全子会社化(非公開化)する旨の買収提案書が提示された。買収提案書には、買付価格等の取引条件や想定される相乗効果、買収後の運営方針等が記載されている。

買収提案書を受領したA社では、執行側で初期的な検討を行った上で、取締役会において当該提案が報告されることとなった。

参考:A社(あなたの就任先企業)の概要

事業内容	住宅建築用木材や住宅関連資材を中心として床材・造作材などを製造。質の高い木材を使用した資材に強みを持つ。
上場市場	東証スタンダード市場
機関設計	監査等委員会設置会社
取締役会構成	社内取締役:6名、社外取締役:3名
直近売上高 / 営業利益	1,000億円 / 80億円
提案受領時の時価総額	500億円

参考:B社(買収提案を行った企業)の概要

事業内容	住宅関連資材を中心として、建築資材に関する幅広い製品ラインナップを揃える総合建築資材メーカー。グローバルにも展開。
上場市場	東証プライム市場
機関設計	指名委員会等設置会社
取締役会構成	社内取締役:3名、社外取締役:5名
直近売上高 / 営業利益	4,500億円 / 500億円
提案時の時価総額	4,500億円

参考：B社より提出された、A社に対する完全子会社化の提案の要旨

項目	記載内容の要旨
提案の目的	A社の技術力とB社の海外ネットワークを融合させ、海外市場への参入・拡大を軸とした、長期的な企業価値の向上を図る。
各ステークホルダーへのメリット	各ステークホルダーへのメリットとして以下を想定している。 ・株主へは魅力的なプレミアム（提案前営業日終値より60%プレミアム）を提供 ・従業員へは更なる成長機会と雇用の安定性を提供 ・取引先へは既存事業の拡大に伴い、取引の拡大機会を提供 ・顧客へはより安価・高品質な製品を提供
公開買付けの概要	現金対価による全部買収を目的として、買付予定株式数の上限を設定せず、下限を66.67%に設定する。応募株券等の総数が買付予定株式数の下限以上の場合には、応募株券等の全部の買付けを行うこととする。 公開買付価格は1株320円とする（提案前営業日終値200円、プレミアム60%）。 公開買付けが成立した場合には、A社の株主をB社のみとするための一連の手続き（スクイズアウト）を実施する。
想定される相乗効果	想定される相乗効果は以下の通り。 ・B社が持つ経営改善に関する知見に基づく経営効率の向上 ・B社が持つ海外ネットワークを用いたA社製品の拡販 ・A社とB社の技術を融合させたR&D機能の強化 ・以上を通じた、A社事業の新たな成長機会の提供
買収完了後の運営方針	買収完了後は、A社の役員の全部又は一部を変更し、最適な役員体制を実現する。 従業員の雇用及び処遇は維持し、A社の成長に応じて改善する。

【検討すべき事項】

あなたは取締役会に当該買収提案が報告された際に、社外取締役としてどのように行動すべきか。

■ 解説・回答例

＜回答を考えるに当たっての主なポイント＞

① 必要となる主な知識・スキル

- 買収提案を評価する際に必要となる M&A に関する基礎知識
 - ・ 当該買収提案が株主にとって有益なものであるか否かを客観的に判断するために必要な企業価値評価の手法を理解し、就任先企業における買収提案の妥当性を評価することが必要

② 事前に収集・検討すべきこと

- 就任先企業の中長期的な戦略や取り巻く環境に対する理解
 - ・ 買収提案と現状の経営を比較する前提として、就任先企業の中長期戦略や取り巻く環境について、十分に理解しておくことが求められる
- 買収提案に関する情報の把握
 - ・ 評価・検討に際して情報が不十分である場合は必要に応じて執行側や買収提案者から情報を提供して貰うよう依頼することが重要

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

- 買収提案を評価する際に必要となるM&Aに関する基礎知識
 - ・ 買収提案を評価することは経営陣（執行側）だけではなく、取締役・取締役会も対応が必要である。そのため、M&Aに関する基礎知識を持ち合わせていることが望ましい。
 - ・ 買収提案の分析・評価や、複数の買収提案の比較に当たっては、M&Aプロセスの基礎的な知識や、買収提案が会社や株主にとって有益なものであるか否かを客観的に判断するために必要な企業価値評価の手法（マーケット・アプローチ、インカム・アプローチ、コスト・アプローチの各手法における企業価値評価の手法・手順）等に関する最低限の基礎知識を理解し、就任先企業における買収提案の妥当性を評価することが必要である。
 - ・ 当該知識の習得にあたり、特にファイナンスや企業経営のバックグラウンドを有さない社外取締役にとってはなじみが薄いテーマでもあり、必要に応じて基礎的な内容を習得するために、研修等実施機関による研修等を活用することも考えられる。
 - ・ 他方で、現状の取締役会の構成員だけではM&Aに関する専門性が不足すると考える場合には、外部のアドバイザーを招聘し専門的な助言を受けることも検討に値する。

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

- 就任先企業の中長期的な戦略や取り巻く環境に対する理解
 - ・ 買収提案の評価に際しては、買収提案における企業価値向上策と、現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を比較検討する必要がある。そのため、このような検討の前

提として、就任先企業における現状の中長期的な経営戦略(長期ビジョン、中期経営計画 等)を十分に把握し、理解することが必要である。

➤ 買収提案に関する情報の把握

- ・ 買収提案に関する情報が無ければ、買収提案を評価・検討することが出来ないため、情報の収集が求められる。
- ・ なお、取締役会への付議にあたり、基本的な情報は執行側から提供されることが想定されるが、評価・検討に際して情報が不十分である場合は必要に応じて情報を執行側や買収提案者から提供して貰うよう依頼し、評価・検討する際に必要な情報を把握することが必要である。

③ 本ケースにおける回答例

I. 買収提案への対応に関する監督

- ・ 経営陣又は取締役は、経営支配権を取得する旨の買収提案を受領した場合には、速やかに取締役会に付議又は報告することが原則となる。買収提案が具体性を有していることに加えて一定の信用力があるにも関わらず、取締役会に付議しないことによって、望ましい買収が顕在化する機会を失わせるべきではない。また、買収提案を取締役会に付議しない場合でも、速やかに取締役会に報告することにより、取締役会による経営陣に対する監督機能を発揮させるべきである。
- ・ また、付議された取締役会では、「真摯な買収提案」（具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案）に対しては「真摯な検討」をすることが基本となる。例えば、様々な事情を総合考慮することにより、買収提案の具体性・目的の正当性・実現可能性が合理的に疑われる場合には、「真摯な買収提案」に当たらないとして検討の中止等を判断することもありうるが、「真摯な買収提案」を恣意的に解釈し、企業価値を高める提案を安易に断ることはないように留意することが必要である。
- ・ なお、「真摯な買収提案」該当性の検討に際して判断に迷う場合や、社外取締役の M&A に関する専門性が不足する場合には、情報管理を適切に行った上で外部の専門家の助言を受けることも検討されるべきである。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 社外取締役としては、買収提案が上記のプロセスに従って適切に取締役会に付議又は報告されているかについて監督をすることが望ましく、必要に応じて取締役会への報告や付議を促すように働きかけることが考えられる。本ケースでは、取締役会へ買収提案がまずは報告されているが、買収提案が提案書という書面の形で提示され、買収価格等の取引条件を含め、具体的な内容が一定程度示されているものと考えられることから、B社に一定の信用力があるか否かの観点も踏まえて、社外取締役として取締役会における実質的な議論を促すことも考えられるのではないかな。
- ・ また、本ケースの買収提案については、取引条件のほか、買収による各ステークホルダーへのメリットや想定される相乗効果、買収完了後の運営方針等が提示されており、相応の具体性はあるものと考えられるが、その他の個別具体的な事情や事案の経緯等も考慮しつつ、目的の正当性や実現可能性も勘案して、「真摯な買収提案」に該当すると考えるのであれば、社外取締役として、取締役会における真摯な検討を促していくことも考えられるのではないかな。

II. 企業価値の向上と株主利益の確保の観点からの買収提案の検討

(i) 取締役会における真摯な検討・評価

- ◇ 買収提案が「真摯な買収提案」であるとして、取締役会が真摯な検討を進める場合に

は、買収後の経営方針、買収価格等の取引条件の妥当性、買収者の資力・トラックレコード・経営能力、買収の実現可能性等を中心に、企業価値の向上に資するかどうかの観点から買収の是非を検討することとなる。

- ◇ この際、買収価格等の取引条件が軽視されるようなことがあってはならず、過去の株価水準よりも相応に高い買収価格が示されていることから、合理的に考えれば企業価値を高めることが期待し得る提案であれば、取締役・取締役会としてはこれを十分に検討する必要がある。
 - ◇ 特に取締役会としては、買収者が提示する買収価格や企業価値向上策と現経営陣が経営する場合の企業価値向上策を、定量的な観点から十分に比較検討することが望ましい。
 - ◇ また、買収提案への対応や買収提案に応じるかどうかという判断の合理性について、(事後的に)説明責任を果たせるように行動すべきである。
- ※ なお、買収の買い手であるか、対象会社であるかの違いはあるが、買収に関する具体的な観点はケース6「業務執行上の重要な意思決定(大型事業投資、M&Aなど)の議案が付議された場合に、どのようにリスクを評価し、ブレーキをかけるまたは後押しをするべきか」も参照されたい。

(ii) 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合

- ◇ 買収提案を検討した結果、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合においては、対象会社の取締役・取締役会は、会社の企業価値を向上させるか否かの観点から買収の是非を判断するとともに、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべきである。
- ◇ 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合において、取締役会は、買収者との交渉を行う際に、取引条件の改善により、株主にとってできる限り有利な取引条件で買収が行われることを目指して、真摯に交渉すべきである。
- ◇ また、買収に関する事実を公表し、公表後に他の潜在的な買収者が対抗提案を行うことが可能な環境を構築した上で買収を実施すること(間接的なマーケット・チェック)や、株主の利益に資する買収候補を模索すること(積極的なマーケット・チェック)で、買収条件の改善を目指すことにも合理性がある。
- ◇ 事業面に関する交渉については経営陣が中心となることが多いと考えられるが、価格や買収する比率など取引条件に関する検討・交渉については、利益相反等の程度に応じて、社外取締役が検討・交渉過程に実質的に関与することが望ましい。

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ 今回の買収提案は「真摯な買収提案」に該当すると判断した場合、取締役会では時間を掛けて真摯に買収提案を検討する必要があるのではないか。
- ・ 今回の買収提案の買付価格はプレミアムが 60%と高い水準である。そのため、なぜ現在の株価と買付価格で乖離が生まれているのかについて取締役会としてまずは検証する必要があるのではないか。
- ・ 今回の買収提案の買付価格に相応のプレミアムが付されていることや、買収後の経営方針や相乗効果も一定程度提示されていること、全部買収(最終的に 100%の株式を取得することを買収者がコミットしている買収)の提案であること等から、(その他の個別具体的な事情にもよるものの)A 社の企業価値向上に資すると合理的に期待しうるとも考えられる。取締役会としては、当該買収提案を受けずに現経営陣が経営する場合の企業価値向上策と買収提案の内容を定量的な観点から十分に比較検討することが特に望ましく、社外取締役としてこれを促していくことが考えられる。また、当該買収提案を選択しないことに対する説明責任が事後的に発生しうることを取締役会としては考慮に入れて行動すべきであり、社外取締役として適切な監督を行うことが期待されるのではないか。
- ・ さらに進んで、仮に、取締役会として買収に応じる方針を決定する場合には、株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うべきではないか。その際、社外取締役としては、価格や買収する比率など取引条件に関する検討・交渉について、利益相反等の程度に応じて、検討・交渉過程に実質的に関与することが望ましいのではないかと。

Ⅲ. 利益相反の監督(公正性の担保)

- ・ 個別の事案における利益相反の程度や情報の非対称性の問題の程度、対象会社の状況や取引構造の状況等に応じて、特別委員会の活用や外部アドバイザーの助言等の公正な手続き(公正性担保措置(取引条件の公正さを担保することに資する実務上の具体的対応))を講じることが考えられる。このような公正な手続きを取ることで、通常は株主の利益がより確保されやすくなるものと考えられる。
- ・ 他方で、MBO(マネジメント・バイアウト。現在の経営者が全部または一部の資金を出資し、事業の継続を前提として一般株主から対象会社の株式を取得する取引)や支配株主による従属会社の買収などの構造的な利益相反の問題が存在する取引以外の一般的な買収において、常に特別委員会の設置を必要とすることは、会社側の負担を過度なものとするおそれもある。個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、設置の可否を検討すべきである。
- ・ 特に本ケースのように、取締役会の構成として社外取締役が過半を占めていない企業においては、取締役の独立性を補完し、取引の公正性を確保するために、独立した特

別委員会を設置し、その判断を尊重することも考えられる。特別委員会の構成としては、社外取締役を中心とすることが基本であるが、社外取締役のみで特別委員会を構成することが独立性等の観点から適切ではない場合には、必要に応じて社外監査役や社外有識者などを構成員とすることも次善の策として考えられる。

- ・ なお、社外取締役に M&A などに関する専門性が不足する場合には、アドバイザー等の専門的助言等を活用することが考えられる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 特に本ケースのように、現金対価による全部買収を企図した、いわゆるキャッシュ・アウトの提案である場合、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられるとともに、株式買取請求手続における株式買取価格（公正な価格）についての裁判所の審査において争いが生じる可能性があることから、本買収提案の検討を進めるにあたり、取引条件等の公正性を担保する措置をとっておくことの意義は大きいとも考えられるのではないかと。
- ・ A社は全取締役に占める社外取締役の割合が半数未満であり、取締役の独立性を補完し、取引の公正性を確保するため、社外取締役を中心とした、本買収提案を検討・評価するための特別委員会を設置した上で実質的な関与を求めることや、早い段階から外部のアドバイザーの専門的助言を受けつつ当該買収提案の検討・評価を進めるなどの公正性担保措置をとることが考えられるのではないかと。

（参考）買収提案に応じないこととする場合の留意点

- 上記では、主として買収提案の検討が進む場合を念頭に置いた解説を行っているが、事案によっては、検討の結果、企業価値を向上させるものではない等の理由から、買収提案に応じない判断をすることも考えられる。
- 買収提案に応じるか否かの検討について、取締役には経営判断原則が適用され、一定の裁量が認められるものと考えられるが、多くの場合、買収価格は直前の株価（現在の経営陣やその経営戦略に対する市場の評価を基礎として形成される）よりも高いと考えられ（本ケースも例外ではない）、取締役会として買収提案に賛同しない場合には、この点を踏まえた説明が事後的に必要となり得ることも想定した比較検討をすることが考えられる。
- また、「企業価値」は定量的な概念であり、測定が困難である定性的な価値を強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る（経営陣が従業員を口実として保身を図ることも含む。）ための道具とすべきではない。社外取締役は、このような意味における利益相反についても、適切な監督を行うことが必要である。
- 仮に、企業が差別的な内容の新株予約権無償割当てを利用した買収への対抗措置を用いた方針（買収への対応方針。いわゆる「買収防衛策」）を定める場合には、株主意思の尊重、必要性・相当性の確保、事前の開示、資本市場との対話といった観点から、経営陣の保身

のための濫用がなされないよう、適切に用いられる必要があり、社外取締役はこの点についても適切な監督を行うことが求められる。

- ※ 上場会社の経営支配権を取得することを企図する買収提案を受領した場合の原則・基本的な視点や、取締役・取締役会の行動規範などについては、経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会」において議論がなされており、同研究会における議論を踏まえた指針の策定・公表が 2023 年夏に予定されている。本ケースの解説・回答例は、同研究会における現時点までの議論を踏まえた内容となっているが、より詳細な考え方については、策定される指針の内容を参照されたい。

ケース 8(個別の業務執行の意思決定への関与)

“親会社など支配株主がいる場合、支配株主との取引等につき、取締役会でどのように振る舞うべきか。”

■ ケース設例

あなたは製造装置メーカーA社の上場子会社(A社が51%の株式を保有)である物流会社B社の社外取締役を務めている。同社はプライム市場に上場している。

B社は、A社グループ外との取引も増えており、業績も順調に推移している。また近年では、成長著しいアジア市場の開拓に向け、投資を加速している。

ある月の取締役会にて、親会社であるA社に関連し、以下2つの案件が付議された。

ア) 親会社A社との新たな物流取引にかかる契約の締結※

A社から、同社の工場移転に伴う新たな物流取引にかかる契約の締結を打診されている。A社との新取引を引き受ける場合、A社が工場を移転する地域での物流施設の建設等、B社として新たな設備投資も必要となり、成長著しいアジア市場の更なる拡大に向けた成長投資は縮小せざるを得ない状況となることが予測されている。

参考:B社の売上構成比と成長率

	売上構成比率	成長率(対前年比)
国内A社関連取引	30%	0.5%
国内その他事業	50%	10%
海外事業	20%	50%

※ 事業運営上の取引における契約は通常は取締役会の付議事項に該当しないが、親会社であるA社に関連する取引については、利益相反の監督の必要性の観点から取締役会の付議事項とすることを内規で定めている。

イ) 親会社A社が採用しているキャッシュマネジメントシステム(CMS)の導入※

A社グループ全体の資金運用の効率化を進めるため、グループ各社で共通のCMSの導入を進めており、上場子会社であるB社においても導入が検討されることとなった。

※ キャッシュマネジメントシステム(CMS)とは、連結子会社を有する企業グループにおいて、グループ全体の財務機能(資金運用・調達)・資金管理機能の集約により、資金効率向上・業務合理化を図るソリューションを指す。主に金融機関などが提供している。

参考：取締役会事務局により整理されたグループ共通CMSのメリット・デメリット

CMSの主な機能概要	・ 子会社が必要とする資金水準を事前に定めておき、子会社口座に余剰資金がある場合には親会社口座へ余剰資金を集中させる。子会社口座に不足資金がある場合は、親会社口座から不足資金を配分する。 ・ 親会社と子会社の貸付・預入における申請・承認・実行を管理する。 ・ 一元管理した残高の調整によって、親会社・子会社の間での資金決済を実行する。	
親会社との取引における条件	・ 親会社から子会社に対して貸付を行う際には、親会社がメインバンクから融資による資金調達をする際の利率を適用する。	
取締役会事務局による評価	【メリット】 ・ 資金管理業務の効率化	【デメリット】 ・ CMS利用料の負担

なお、同社は親会社である製造装置メーカーの完全子会社であったが、歴史的に同社の社長には親会社の役員が就任しており、その役員の動機付けのため、30年ほど前に上場した経緯がある。

また、B社にはA社との取引を主として監視する利益相反委員会を任意の諮問委員会として設置している。

参考：B社取締役会構成

	役職	属性
A氏	代表取締役 社長執行役員	A社出身者（B社に転籍済）
B氏	取締役 執行役員	B社出身者
C氏	取締役 執行役員	B社出身者
D氏	取締役	A社からの役員派遣
E氏	独立社外取締役	経営経験者
F氏	独立社外取締役	経営経験者
G氏	独立社外取締役	弁護士
H氏	独立社外取締役	会計士

【検討すべき事項】

あなたは社外取締役として、それぞれのテーマについて取締役会の中でどのような意見を述べるべきか。

■ 解説・回答例

＜回答を考えるに当たっての主なポイント＞

① 必要となる主な知識・スキル

- 上場子会社およびそのガバナンスリスクに関する理解
 - ・ 上場子会社の支配株主と少数株主との間で一般的に生じうる利益相反リスクについて、あらかじめ理解しておくことが望ましい
- 上場子会社の社外取締役として求められる役割に関する理解
 - ・ 親会社との間の利益相反の有無を確認し、少数株主も含めた株主共同の利益を確保するという役割が期待されていることを認識することが必要

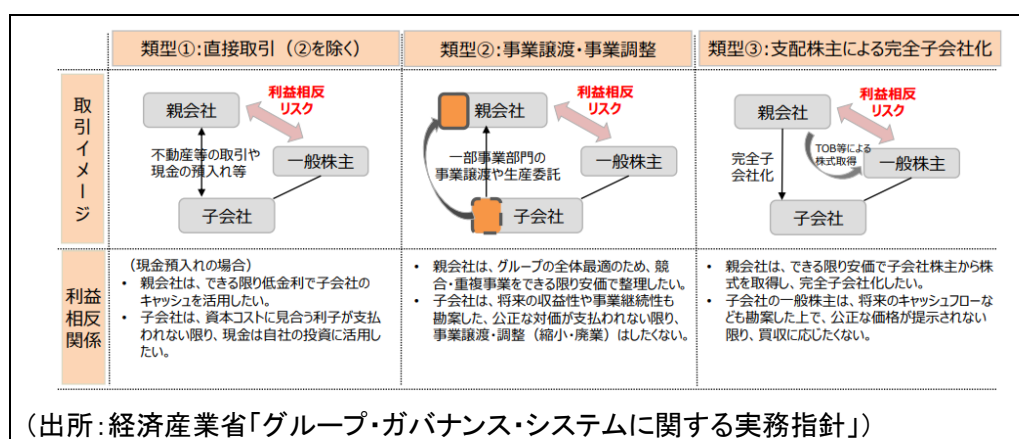
② 事前に収集・検討すべきこと

- 上場子会社となった経緯や親会社との関係性
 - ・ 上場子会社となった経緯や親会社との関係性について理解を深めておくことが望ましい
- 親会社との取引に関する社内規程等の有無
 - ・ 就任先企業に親会社が存在している場合には、親会社との取引に関する社内規程等が社内是否存在しているか否かを把握することが有益

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

- 上場子会社およびそのガバナンスリスクに関する理解
 - ・ 上場子会社とは、支配株主である親会社がありながら、自身もその株式を証券取引所に上場する企業のことを指す。日本では欧米に比べ、比較的その数が多いとされている。
 - ・ 上場子会社は、親会社である支配株主と一般の少数株主の間に利益相反リスクが存在するため、これを適切に管理するためのガバナンス体制構築が求められる。社外取締役としては、上場子会社の支配株主と少数株主との間で一般的に生じうる利益相反リスクについて、あらかじめ理解しておくことが望ましい。
 - ・ 具体的に想定される利益相反リスクとして（i）親会社との直接取引、（ii）事業再編（親会社への事業譲渡等）、（iii）（支配株主である親会社による）完全子会社化の3つの類型が想定される。親子同士で同種の事業を行っている場合や、親子間で役員の兼任を行っている場合は、利益相反リスクがさらに高まり、特に留意が必要となる。

＜参考＞上場子会社において利益相反が生じうる具体的な場面



➤ 上場子会社の社外取締役として求められる役割に関する理解

- ・ 支配株主が存在する上場子会社には少数株主との利益相反リスクがある。そのため、「コーポレートガバナンス・コード」では、「支配株主を有する上場会社は、独立社外取締役を少なくとも1/3以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または、支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役で構成する特別委員会を設置すべき」としている（補充原則4－8③）。
- ・ また、同じく「コーポレートガバナンス・コード」において、独立社外取締役の役割・責務として、「会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること」「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を適切に反映させること」が期待されることとされている（原則4－7）。
- ・ 上場子会社の社外取締役に就任する場合は、経営の監督を行うという役割だけではなく、親会社からの独立性も求められているため、親会社との間の利益相反の有無を確認し、少数株主も含めた株主共同の利益を確保するという役割が期待されていることを認識する必要がある。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【補充原則4－8③】

支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【原則4－7】

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- （i）経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと

- | |
|---|
| <ul style="list-style-type: none">(ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと(iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること(iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること |
|---|

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

- 上場子会社となった経緯や親会社との関係性
 - ・ 支配株主と少数株主との利益相反リスクがどの程度あるのか把握する上では、上場子会社となった経緯や親会社との関係性について理解を深めておくことが望ましい。
 - ・ なお、親会社との関係性は、例えば役員の派遣や社員の出向状況、親会社との取引の状況等が含まれる。
- 親会社との取引に関する社内規程等の有無
 - ・ 親会社との取引には利益相反リスクが少なからず内在しているため、通常取引よりも一般株主の利益に配慮して行うことが求められる。
 - ・ そのため、こうした利益相反が発生しないよう、就任先企業に親会社が存在している場合には、親会社との取引に関する社内規程等が社内是否存在しているか否かを把握することが有益である。
 - ・ なお、例えば銀行法には、銀行と銀行グループ内会社等との利益相反取引を通じて銀行経営の健全性が損なわれること等を防止するためのアームズ・レングス・ルールという規定が存在する。業種によってはこういった業種由来の特殊性にも配慮して情報を収集する必要がある。

③ 本ケースにおける回答例

- 支配株主が存在する上場子会社の社外取締役は、意思決定の独立性を担保する実効的なガバナンス体制を構築し、少数株主の利益を保護する上で、重要な役割を担う。

I. 利益相反リスクの検証

- ・ 社外取締役は、就任先企業が行う親会社との取引について、少数株主との利益相反関係を客観的に検証し、それぞれに潜むリスクが少数株主の利益を毀損することがないか、見極める必要がある。少数株主の利益を毀損すると判断される場合には、経営陣に対して利益相反が生じないように改善を働きかける必要がある。
- ・ 支配株主が存在する会社である場合、子会社の経営陣は潜在的に支配株主に忖度した意思決定を行うリスクがあり、特に親会社の出身者が社長や経営陣を務めている場合、こうしたリスクが発生しやすい。そのため、独立した立場であり、株主の共同の利益を代弁する立場である社外取締役には、客観性を保って判断することが求められる。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【原則1-7.関連当事者間の取引】

上場会社がその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続きを踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

＜本ケースにおける考え方の例＞

ア) 親会社A社との新たな物流取引にかかる契約の締結

- ・ 今回のケースのア)では、物流取引にかかる契約について、親会社としては「安く引き受けて欲しい」、子会社としては「利益を得られる適正な価格で引き受けたい」という対立があると考えられることから、取引が市場価格に基づいた適正なものとなっているか、他の有利な条件での依頼よりも優先していないか等の観点から、利益相反リスクの検証を行う必要があるのではないかと考える。
- ・ 物流施設の建設などの新たな投資も必要となるため、対価がそれに見合ったものとなっているかどうか、慎重に判断する必要があると考えられる。B社では、本件を引き受けた場合、予定していた海外事業の成長に向けた投資を削減しなければならない可能性が高いため、一般の少数株主との利益相反を考慮すれば、社外取締役として、今回の親会社A社との契約締結及び投資の実施には反対するか、または、投資に必要なとなる金額につき取引価格に織り込むなどの契約条件にかかる交渉をする必要があるのではないかと考える。

イ) 親会社A社が採用しているキャッシュマネジメントシステム(CMS)の導入

- ・ 親会社からキャッシュの融通を受ける部分において、親会社との取引が生じるため、その際の金利が子会社の行う他の銀行借入の利率と照らして不利となっていないか、検証する必要があるのではないか。
- ・ B社の余剰資金がグループの口座にプールされ、資金不足となっている他のグループ会社へ融通されることも考えられる。その場合の金利が低く設定されているのであれば、キャッシュを自社での投資に活用したほうがリターンを見込める可能性もある。CMSの条件についてB社側でも案を作り、A社側と十分な交渉する必要があるのではないか。

■ 補足情報

<好事例①>

- 親会社と少数株主との利益が相反する可能性のある重要な取引・行為等について審議・検討するため、独立社外取締役と監査役で構成される特別委員会を設置している。
- 親会社との取引で開発した製品を同社が日本国内で開発・販売するにあたり、親会社に有利な価格設定となっていないか、といった観点で妥当性・適正性を検討している。

(出所:企業ヒアリングに基づきデロイト・マツコンサルティング作成)

<好事例②>

- 親会社が上場子会社に取締役を派遣しようとしたところ、上場子会社側の社外取締役が経営上の必要性という理由に納得せず、選任議案を決議する取締役会において強い異論を述べた。

(出所:公開情報に基づきデロイト・マツコンサルティング作成)

<失敗事例>

- 親会社と上場子会社が株式交換方式で経営統合をした際に、子会社の企業価値が不当に低く評価され、親会社に有利な交換比率で株式交換がなされたとして株主から提訴された。
- 完全子会社化にかかる交渉は、親会社社長と親会社出身の子会社社長との間で進められ、株式交換比率や少数株主の利益について、社外取締役からも特に主張はなかったとされる。

(出所:公開情報に基づきデロイト・マツコンサルティング作成)

<参考>上場子会社の経営者指名について

- 上場子会社の経営者の指名は、親会社である支配株主が実質的な選任権限を有し、大きな影響を与えている。本ケースにおいても、社長は親会社出身の役員が務めており、親会社の影響力の大きさが伺える。
- しかしながら、上場している企業としては、中長期的な企業価値向上に資する社長を選任し、少数株主の利益も保護する必要がある。親会社から独立した立場である社外取締役は、親会社からの独立性が担保される形で、社長選任プロセスに関与すべきである。
- 例えば本ケースにおいては、歴史的に同社の社長を親会社出身の役員が務めてきたが、現在同社は外部取引も拡大しながら順調に成長しており、別事業を営む親会社出身の役員が、社長として親会社と相乗効果を生み出すことが出来るとは限らない。物流業界で経験を積み子会社の実情への理解が深いプロパー社員や、同業界での

豊富な経験を有する外部人材も有力な社長候補となりえるため、経営者のサクセッションプランの策定においては幅広い候補者プールを揃えるべきである。

- なお、親会社出身の役員が社長を務める場合であっても、親会社での経験やネットワークが、子会社の企業価値に資するものと客観的に判断されれば、それを否定するものではないことには留意が必要である。

ケース 9(取締役会、委員会の実効性評価)

“取締役会の実効性評価に際して、評価方法や評価結果の活用の見直しに関して、社外取締役としてどのように取締役会全体に働きかけるべきか。”

■ ケース設例

あなたはプライム市場に上場する監査役会設置会社の企業の社外取締役に新たに就任した。同社の取締役会の構成は以下の通りである。

社内取締役	取締役会長	取締役会議長
	代表取締役社長	CEO
	取締役副社長	CFO
	取締役専務執行役員	CSO
	取締役専務執行役員	A事業管掌
	取締役常務執行役員	B事業管掌
社外取締役	社外取締役	弁護士
	社外取締役	経営経験者
	社外取締役	経営経験者

就任後、取締役会に出席すると、2時間の枠に対して10の承認事項と5つの報告事項が付議されたが、社内取締役は事前の経営会議等ですでに合意している内容であったこともあり、取締役会の場において新たな意見などは出ず、社外取締役からも特段の質問や意見は出なかった。そのため、時間内に終了し、活発に議論がされている印象は受けなかった。また、取締役会前に議題の事前共有・説明等も特になされなかった。

そうした中、取締役会の実効性評価が行われることとなった。同社の昨年の実効性評価は、各取締役へのアンケート形式で実施されており、今年も同形式が予定されている。なお、アンケートの作成及び結果の集計・取りまとめは、取締役会事務局（経営企画部が兼任）が担っており、今年も同様のものを想定されている。

なお、昨年、実効性評価が取締役会にて取り上げられた際には、実効性評価の実施方法や実施主体に関して、取締役会の実効性を向上させる観点から見直しも検討すべきではないか、との意見が複数の取締役から出ていた。

参考: 昨年の実効性評価の概要

- 主なアンケート項目
 - 取締役会の規模・構成が適切か、取締役会の審議時間は適切か、審議すべき付議事項が多すぎないか、取締役会の開催頻度は適切か、事前の資料提供時期は適切か、総括・自由記載
- アンケートの実施方法
 - 取締役会事務局がアンケート(記名式)を作成の上で結果を集計し、取りまとめを行う。

- 決算期末に実効性評価アンケートを実施し、約2か月後の取締役会にて、実効性の評価を確認することとしている。
- 評価結果
 - 取締役会は概ね適切に運用されており、実効性は確保されている。一方、資料の事前展開時期には改善の余地がある。

【検討すべき事項】

今回の実効性評価の実施に際し、評価の方法や評価結果の活用に関して、社外取締役として取締役会全体にどのように働きかけるべきか。

■ 解説・回答例

＜回答を考えるに当たっての主なポイント＞

① 必要となる主な知識・スキル

➤ 実効性評価に関する基本的な理解

- ・ 取締役会がその役割を適切に果たしているかを評価する取組みである実効性評価についての基本的な理解を深めることが必要

➤ 実効性評価の実施方法や開示等における他社動向や最新の取組みに関する理解

- ・ 自身の過去の経験・知見のみをベースとするだけではなく、実効性評価に関する知識のアップデートを行う必要があり、他社の動向や最新事例を知識として把握した上で、就任先企業に改善を働きかけることが求められる

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 現在の実効性評価のスタイルとなった経緯

- ・ 就任先企業の実効性評価の形式の理由や背景について、取締役会事務局や他の取締役へのヒアリング等を通じて理解を深めておくことが望ましい

➤ 就任先企業によるこれまでの実効性評価の結果と改善に向けた取組みの状況

- ・ 就任先企業が過去に実施した実効性評価の内容やその結果、結果に対する改善策の進捗等について、十分に把握しておく必要

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ 実効性評価に関する基本的な理解

- ・ 取締役会がその役割を適切に果たしているかを評価する取組みである実効性評価についての基本的な理解を深めることが必要である。「コーポレートガバナンス・コード」においても、自社の取締役会の実効性を分析・評価の上、その結果を開示することを求めている。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【補充原則4-11③】

取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

- ・ 実効性評価は取締役会の実効性を評価した上で、その体制や運営における課題を特定し、その改善に向けた施策の検討・実行までつなげることで、取締役会の実効性の向上に継続的に取り組むことを目的とした仕組みである。また、実効性評価の内容は、自社の取締役会に求められる役割や、前年の評価により特定された課題点に照らして設計されるべきものではあるが、一般的には以下に示すような内容が含まれていることが多い。

＜参考＞一般的な評価内容（例）	
評価項目（例）	評価の視点（例）
取締役会の構成	・ 構成員の専門性、ジェンダー、国籍等の観点において多様性が確保されているか ・ 社外・社内取締役の人数・比率は適切か
取締役会の運営	・ 開催頻度や審議時間は適切か ・ 議案の内容や質は適切か（重要な議題に十分な時間が割かれているか、付議事項が細かすぎないか 等） ・ 各取締役の発言の量や質が適切か ・ 取締役会議長による運営は適切か（議論の活発化に向けて適切にファシリテーションや雰囲気醸成ができているか）
各委員会の運営	・ 各委員会の目的や役割は明確か ・ 目的や役割に照らして、委員会の構成は適切か ・ 各委員会同士または取締役会との連携が適切か
運営の支援体制	・ 取締役会の資料の内容（量・質）や配布タイミングが適切か ・ 各取締役（特に社外取締役）に対して、十分な情報提供が行われているか

- 実効性評価の実施方法や開示等における他社動向や最新の取組みに関する理解
- ・ 実効性評価は、自社の取締役会事務局やガバナンス委員会等が主導し、各取締役に対してアンケート形式で行うものや、直接インタビューを実施して行うもの、第三者機関に委託して行うもの、またはその組み合わせなど、様々な手法が存在する。自社の取締役会の役割や課題に照らして、適した手法を選択することが求められる。また、評価の客観性や中立性を担保する上では、一定期間毎（3年に1度 等）に第三者機関を活用することも有効である。
 - ・ なお、これまでは取締役会全体に対して評価を実施することが一般的な取組みであったが、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」（経済産業省）においては、取締役個人も評価の対象とし、各取締役が求められる役割を適切に果たしているかフィードバックを実施することも有益な取組みとして取り上げている。社外取締役の知識・スキルの向上に向けては、取締役個人に対する評価（議長や筆頭独立社外取締役による個人へのフィードバックや相互評価の実施）も積極的に取り入れることが望ましい。
 - ・ 実効性評価の手法や取組みは日々進化しており、自身の過去の経験・知見のみをベースとするだけでなく、日ごろから他社の開示資料に目を通しておくことや、実効性評価にかかる研修等実施機関が提供する研修等の活用、他の社外取締役との意見交換な

どの機会を活用しながら、知識のアップデートを行う必要がある。その上で特に社外取締役としては、他社の動向や最新事例を知識として把握した上で、就任先企業に改善を働きかけることが求められる。

＜参考＞取締役会の実効性評価

加えて、取締役個人についても、実効性評価の対象とし、年に一度評価と建設的なフィードバックを実施することは有益である。また、実効性評価の中で得られた取締役個人に係る情報を、社外取締役の評価に活用することも考えられる。

（出所：経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」）

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

- 現在の実効性評価のスタイルとなった経緯
 - ・ 今回のケースでは、毎年アンケート形式で取締役会の実効性評価を実施しているが、その形式を採用している理由や背景については、取締役会事務局や他の取締役へのヒアリング等を通じて理解を深めておくことが望ましい。
 - ・ また形式だけではなく、これまでどのような観点で評価項目の内容が見直されているか（見直されていない場合はその理由）についても確認することが考えられる。
- 就任先企業によるこれまでの実効性評価の結果と改善に向けた取組みの状況
 - ・ 実効性評価の実施方法やその活用方法について検討を行う上では、就任先企業が過去に実施した実効性評価の内容やその結果、結果に対する改善策の進捗等について、十分に把握しておく必要がある。
 - ・ その際、過去に議論された具体的な課題について深く理解するため、他の社外取締役とも事前にコミュニケーションを取り、過去の実効性評価の運営に関する課題を共有するといった取組みを行うことも一案である。

③ 本ケースにおける回答例

- 取締役会の実効性評価は、自社の取締役会の課題を幅広く抽出することができる仕組みであり、その結果を受けて改善に取り組むことで、ガバナンスの実効性を向上させることができるため、非常に重要な取り組みである。
- 独立した立場である社外取締役は、評価の実効性や客観性を担保する上で重要な役割を担っている。そのため、評価全体のプロセスにおいて、以下のような観点にかかる働きかけを行うことが考えられる。

I. 実効性評価の実施方法の改善

- ・ 取締役会の実効性評価の効果を高めるためには、評価の過程において課題を的確に抽出し、それぞれに対して取締役会として適切な評価・対処をすることが必要となる。具体的にどのような方法で取締役会の実効性評価を行うかは、各企業で検討すべきであるが、前提として、第三者的な視点を取り入れながら、自社の経営や取締役会の在り方について取締役会で議論することが必要になると考えられる。このため、現状の手法では課題を的確に抽出できていないと感じる場合、見直しを提案することも一案である。
- ・ また、第三者的な視点を取り入れるためには、次の実効性評価の実施に向けた計画を策定する段階から、取締役会として積極的に関与し、経営陣に働きかけを行うことも含めて、社外取締役が主体的に実効性評価を実施することも考えられる。
- ・ なお、社外取締役が取締役会議長や筆頭独立社外取締役などを務める場合には、実効性評価におけるインタビューにおいて聞き役を担うなど、より主体的に関与することも考えられる。
- ・ 実施方法に関しては、例えば、以下のような見直しや工夫が考えられる。

(i) アンケート項目の見直し

取締役会の実効性評価においてアンケートを実施する場合、アンケート項目については取締役会事務局などが検討し、用意することが多い。アンケート項目は、自社の経営戦略や置かれた状況が変化すれば、継続的に見直しを図るべきである。

(ii) 社外取締役によるインタビューの導入

評価項目があらかじめ定まっているアンケート形式では、個々の取締役が持つ課題感を網羅的に引き出すことが難しい場合もある。そのため、アンケートを実施した上で、取締役会議長や指名委員会の委員長を務める社外取締役、筆頭独立社外取締役などが各取締役に対してインタビューを実施し、課題感を網羅的に把握するという方法をとることも考えられる。

(iii) 第三者機関の活用

取締役会実効性評価の客観性や投資家等への透明性を担保する上では、第三者機関に委託の上で、アンケートやインタビューを実施してもらい、取りまとめられた結果をもとに、取締役会で議論するという方法も考えられる。毎年は難しい場合であっても、数年

に1度程度は第三者機関を活用することも考えられる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 同社では、取締役会の議題が用意された時間に対して比較的多く設定されており、また、取締役会の場においても、活発な議論が行われているとは言えない状況であることから、これを課題と位置づけ、取締役会として適切に評価・対処する必要があると考えられるのではないかな。
- ・ 同社では、毎年同じ内容のアンケートを使っているため、的確に拾い切れていない課題が潜んでいる可能性もある。このため、各アンケート項目について、改めて取締役会で改めるべき部分がないかの審議を行ってはどうか。
- ・ 各取締役の積極的な発言がないことを課題と位置付ける場合、取締役会にかかる項目のみならず、取締役の自己評価など、取締役各人についての質問項目も設定し、アンケートを通じて振り返りを促す、または各取締役へのインタビューを実施することも必要ではないかな。
- ・ 毎年、自社の取締役会事務局が主導するアンケートで実施されているが、その客観性や中立性を向上させる上では、第三者機関を活用することを提言するべきではないかな。また、取締役会事務局主導ではなく、取締役会主導でアンケート内容を検討するなど、取締役会としての関与の度合いを高めることも考えられるのではないかな。

Ⅱ. 取締役会での評価とその活用

- ・ 取締役会の実効性評価では、取締役会が取締役会全体の実効性について分析し、評価を行う。このため、アンケートやインタビュー等の情報収集の手法を改善したとしても、取締役会において、抽出された意見に対して十分な分析を行い、評価することができなければ、取締役会の実効性評価やその先の取締役会の実効性の向上に対する改善は望みにくい。
- ・ 今回のケースのように、取締役会の議論が活発ではない状況がある場合には、実効性評価に関する取締役会の議論においても同じ状況が発生することが想定されるため、社外取締役として、独立した客観的な立場から積極的に議論へ参加し、取締役会の課題とその対応策について明確にしていく必要がある。
- ・ また、実効性評価は実施することが重要なのではなく、その結果を活用し、自社のガバナンスの実効性を高めていくことに意義がある。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 取締役会での議論がほとんどなく、また、取締役会前に議題の事前共有や説明等も特にされておらず、その運営自体が形骸化してしまっていることが実効性の観点での課題ではないかな。

- ・ 取締役会での議論を活性化させるためには、同社の取締役会の役割(監督に特化することを志向するか、意思決定機能を重視しつつ監督機能の強化も志向するか 等)や望ましい体制(専門性やスキル、属性面での多様性や社外取締役の比率 等)を議論した上で、開催頻度や付議事項等の見直しを行うといった工夫が考えられるのではないかな。
- ・ 例えば、取締役会の監督機能を重視するモニタリングモデルを志向する場合であれば、個別の業務執行の決定については執行側に可能な限り権限委譲を行い、取締役会への付議事項を削減するといった方向性が考えられるため、今後の具体的なアクションとしてとりまとめ、対外的に公表してはどうか。

■ 補足情報

＜好事例＞

- A社では、株主であるファンドが社外取締役を派遣しており、そのため、株式アナリストからは、他の株主との利益相反の懸念の指摘を受けていた。
- 同社では、取締役会の実効性評価の手法について、これまでは取締役へのアンケートに基づき評価する形をとっていたが、上記の指摘を受け、取締役の評価方法を取締役へのアンケート形式から第三者の評価機関による評価へと変更した。ステークホルダー経営を推進する同社にとって、企業内部での評価では説得力は得られず、客観性や中立性が確保される第三者による評価が必要という考えに基づく変更であった。
- 第三者による実効性評価の結果、同社の取締役会の実効性は担保され、ファンドからの取締役派遣についても、「利益相反に繋がる懸念はなく、株主共同の利益が追及されている」とする客観的な評価を得ることができた。翌年の株主総会における当該社外取締役再任にかかる賛成比率は前年を5%以上上回る水準となったため、他の株主からも評価をされたものと判断ができる結果となった。
- また、今後の取組課題としては、中長期戦略の議論に時間を割く必要性が指摘された。この点についても、取締役会内に設置する戦略委員会の活用と取締役会との連携、中長期戦略について理解を深めることを目的とした役員合宿の実施、といった具体的な改善策も示される形となった。

（出所：公開情報に基づきデロイト・トーマツコンサルティング作成）

ケース 10(株主、投資家、顧客、従業員等との対話、情報発信)

“機関投資家から社外取締役として指名され、対話機会を求められた。どのような観点からコメントを考え、振る舞うべきか。”

■ ケース設例

あなたはプライム市場に上場する監査等委員会設置会社である電子機器メーカーの社外取締役である。

同社は幅広い電子機器を扱うが、最近では成長著しい半導体関連部品に経営資源を集中させることを公表している。しかし、地政学リスクの高まりによる半導体のサプライチェーン分断など、リスク要因となり得る事業環境にある。

また、同社では、近年、コーポレートガバナンス改革にも積極的に取り組んでおり、株主構成としても海外の機関投資家の比率が高まりつつある。

近年、同社が行ってきたガバナンス改革の主な取組みとしては以下があげられる。

- ・ 監査等委員会設置会社への移行
- ・ 取締役会の位置づけ及び付議事項の見直し
- ・ 社外取締役を取締役会の過半数選任
- ・ 社外取締役を委員長とし、かつ、過半数を社外取締役で構成する任意の指名・報酬委員会の設置
- ・ 政策保有株式の売却

そうした中、ある日、海外の機関投資家より、「社外取締役がどのような視点から取締役会で発言しているのか、株主の代表として社外取締役がどのような役割を果たしているのか、直接対話の機会を持つことで理解を深めたい」との理由から、あなたを指名した対話の申し入れが就任先企業に対してあった。

【検討すべき事項】

あなたは機関投資家との対話の際に、社外取締役としてどのような観点でコメントをし、振る舞うべきか。

■ 解説・回答例

＜回答を考えるに当たっての主なポイント＞

① 必要となる主な知識・スキル

➤ 投資家のニーズや視点に関する理解

- ・ 「コーポレートガバナンス・コード」等も参照しながら、一般的に想定される投資家のニーズや視点について理解を深めておくことが求められる

➤ コーポレートガバナンスに関する基礎知識

- ・ 取締役会はどうあるべきか、社外取締役としてどういった役割を担うべきか等の考え方を問われることが多く、コーポレートガバナンスに関する基礎知識を持ち合わせることを望ましい

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 対話を申し込んできた投資家にかかる情報

- ・ 対話を申し込んできた機関投資家の投資方針や就任先企業の株式保有比率、これまでの就任先企業に対する対話や提案等の理解を深めておくことが望ましい

➤ 重要な経営課題やガバナンス体制にかかる自身の考えの整理

- ・ 投資家のニーズや視点を理解し、これらについて自身の考えを整理するだけでなく、必要に応じて就任先企業に許容される発言の範囲や自らが想定している発言のスタンスを確認し、事前に準備を行うことが望ましい

➤ 投資家との対話における対応方針や手続きの把握

- ・ 平時から、投資家から対話の依頼があった場合の社外取締役間の役割分担や情報管理等について基本的な対応方針や必要手続を定めておくことが望ましい

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ 投資家のニーズや視点に関する理解

- ・ 「コーポレートガバナンス・コード」に示されている通り、投資家との対話を通じて投資家の関心や懸念を理解し、その意見を取締役会での議論に反映させることは、投資家等のステークホルダーを代表する立場である社外取締役の重要な役割の一つである（基本原則5）。
- ・ そのため、「コーポレートガバナンス・コード」や「投資家と企業の対話ガイドライン」（金融庁）、「価値協創ガイダンス2.0」（経済産業省）等も参照しながら、一般的に想定される投資家のニーズや視点について理解を深めておくことが求められる。
- ・ 特に自身の実践経験が限定的であると感じる場合には、投資家との対話を想定した外部研修を活用することも有効である。

- ・ また、投資家と対話をするためには、「共通語」となるファイナンスに関する基礎知識として特に、企業価値の向上に必要となる収益力や資本効率性等の客観的な指標やその計算方法について理解・把握しておくことが望ましい。
- ・ 日本企業は、売上高や利益といったPL指標への関心が高い企業も多いが、社外取締役として、資本コストに見合ったリターンを上げることができているか、という観点で就任先企業の財務パフォーマンスを評価することが求められる。コーポレートファイナンスに関する研修は研修等実施機関において複数実施されているため、こうしたものも活用して投資家と対話をするために必要となる基礎知識を身に付けることが望ましい。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

＜参考＞社外役員のスキル及び多様性

企業には、社外役員の経歴や属性、実際に果たした役割等に関する情報を示すとともに、必要に応じて社外取締役等が投資家への情報発信や対話を行うなど積極的な対応が求められる。

（出所：経済産業省「価値協創ガイダンス2.0」）

➤ コーポレートガバナンスに関する基礎知識

- ・ 特に社外取締役として投資家と対話を行う場合、就任先企業の中長期な経営戦略だけでなく、取締役会はどうあるべきか、社外取締役としてどういった役割を担うべきか等のコーポレートガバナンスに関する考え方を問われることが多い。そのため、社外取締役としてコーポレートガバナンスに関する基礎知識を持ち合わせることを望ましい。

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

➤ 対話を申し込んできた投資家にかかる情報

- ・ 相手方の質問事項などを想定し、対話に向けた準備を行うためには、対話を申し込んできた機関投資家について、その投資方針（長期保有をスタンスとしているか 等）や就任先企業の株式の保有比率、これまでの就任先企業に対する対話や提案等の観点で理解を深めておくことが望ましい。
- ・ 「日本版スチュワードシップ・コード」（金融庁）に基づき各種方針をホームページなどで

公表する機関投資家が多いため、事前に公表情報から学習することも有益である。

- 重要な経営課題やガバナンス体制にかかる自身の考えの整理
 - ・ 「投資家と企業の対話ガイドライン」(金融庁)や「価値協創ガイダンス2.0」(経済産業省)等を参照することにより投資家のニーズや視点を理解し、これらについて自身の考えを整理するだけでなく、必要に応じて就任先企業に許容される発言の範囲や自らが想定している発言のスタンスを確認し、事前に準備を行うことが望ましい。なお、準備の段階において、取締役同士で議論することも有効であると考えられる。
 - ・ また、社外取締役は主に経営の監督を担う立場であることを意識して対話に臨むべきであると考えられる。
- 投資家との対話における対応方針や手続きの把握
 - ・ 平時から、投資家との対話に際しては、依頼があった場合の社外取締役間の役割分担や情報管理(内部情報の取り扱い 等)などについて、基本的な対応方針や必要な手続きを定めておくことが望ましい。なお、対応方針については、エンゲージメントを促進する観点から、対外的に開示を行うことも考えられる。
 - ・ また、前提として対話を行う必要があるかどうかについても検討する必要がある。就任先企業と相談して判断する必要があるが、申し入れてきた投資家がどの程度株式を保有しているかなども踏まえ、対話をすることで就任先企業にとってプラスとなるかを見極めることが求められる。
 - ・ 対話を行う場合には、取締役会議長である社外取締役や筆頭独立社外取締役が代表して対応するといった方法も考えられるが、ガバナンスの実効性を示す上では各社外取締役がそれぞれの役割に基づき対話に応じるといった方法も有効である。その場合は、スキル・マトリックス等にも示されている各社外取締役の専門性に基づき、トピック毎に社外取締役間であらかじめ役割分担を決めておくことも考えられる。

＜参考＞投資家との対話を行い、その視点を取締役会の議論に反映させる

社外取締役は、投資家との対話を通じ、投資家が会社の状況をどのように見ているかという資本市場の視点を把握するとともに、投資家の意見に耳を傾け、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に有用となり得るものは、取締役会での議論に反映させる役割を担っており、いわば投資家との窓口(インターフェイス)になることも期待されている。

投資家との対話を行うことについては、法令上必ずしも取締役会等による承認が必要となるものではないと解されるが、社外取締役が投資家との対話に関する積極的な役割を果たしやすくするために、投資家から社外取締役との対話の要請があった場合等の対応方針や手続(例えば、主として対応する社外取締役(取締役会議長や筆頭社外取締役等)、取締役会への事前や事後の情報共有、取締役間の事前の

意見交換)、情報管理方針(内部情報の取扱い等)等について、取締役会においてあらかじめ定めておくことも考えられる。

(出所:経済産業省「社外取締役の在り方に関する実務指針」)

③ 本ケースにおける回答例

- 機関投資家との対話の際には、機関投資家がなぜ今回の対話を申し込んできたのか、また、ある特定の社外取締役を指名された場合には、なぜ指名されたのかといった観点を念頭に、機関投資家との対話を社外取締役が行うか否かも含めて対応を検討する必要がある。
- 機関投資家には、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を行うことが求められており、企業側にとっても、株主と平素から対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに対する理解を得つつ、懸念があれば適切な対応を講じていくことは、有益な取組みである。
- 通常、投資家のエンゲージメントには執行側の経営陣が対応するというケースも多いが、近年では社外取締役との対話を望む機関投資家も増えており、以下の観点到に留意しつつ積極的な対応が望まれる。なお、企業内での議論を投資家に対して発信することも期待される役割の一つであることには留意が必要である。

I. 社外取締役の立場からの発言・情報発信

- ・ 社外取締役として投資家と対話する際は、主に経営を監督する立場から、考えや課題について意見を述べる事が求められる。その上で、監督者としての役割を踏まえた発言・情報発信を心掛け、個別の業務執行に関する内容は執行側に任せるなどの対応を行うことが望ましいと考えられる。
- ・ 経営陣から説明すべき経営方針や業務執行の内容には深く入りこまず、社外取締役として捉えている経営戦略上やガバナンス体制上等の課題や、そこに対してどのように監督を行っていくべきかといった観点を中心に対話すべきである。また、投資家側から個別の業務執行に関する踏み込んだ質問があった場合において、答えるべき立場にない内容については、執行側に聞いて欲しい旨を伝えることも必要となる。
- ・ 特に経営者としての経験を持つ社外取締役は、自身の執行側での経験に基づき、社外取締役としての役割を逸脱し、執行まで踏み込んだ発言をしてしまうことも少なくないため、あらかじめ社外取締役としての発言の範囲や経営陣との役割分担については整理を行っておくことも重要である。
- ・ また、今回のように指名を受けた場合には、指名された理由によっても投資家が社外取締役に期待する発言が変わってくるため、留意が必要である。例えば、取締役会議長や筆頭独立社外取締役であることから指名されたのであれば、社外取締役を代表した発言への期待が推測されるが、新任であることや専門性・バックグラウンドから指名された場合であれば、社外取締役の一人として発言を期待されていると推測することができると考えられる。
- ・ どういったスタンスで対応するかについては、就任先企業とも事前にすり合わせを行うことが求められる。

- ・ 例えば、以下のような点について、投資家と対話することが考えられる。

(i) 中長期の経営戦略や重要な経営課題

- ◇ 取締役会では戦略策定に際してどのような議論を行っているか
- ◇ 社外取締役はどのように議論に関与しているか
- ◇ 現在の戦略がどういった理由から中長期的な企業価値向上に資すると判断しているか
- ◇ リスクについてどう考えているか 等

(ii) 実効的なガバナンス体制の構築

- ◇ 現在の機関設計を選択している理由は何か
- ◇ 取締役会の機能発揮について自社の取締役会をどう評価しているか
- ◇ 取締役会の課題は何か
- ◇ 社外取締役のサクセッションプランは適切に検討されているか
- ◇ 政策保有株式についてどんな議論をしているか 等

(iii) 経営者の指名・報酬の在り方

- ◇ 指名・報酬委員会ではどのような議論をしているか
- ◇ 後継者計画はあるか
- ◇ 報酬制度の設計はどうなっているか 等

<本ケースにおける考え方の例>

- ・ 就任先企業は、半導体関連部品に経営資源を集中させることを公表しているが、地政学リスクが経営戦略に与える影響は大きく、投資家の関心も高いことが想定される。そのため、地政学リスクが及ぼす経営戦略への影響、企業としてのリスクへの対応方針について、取締役会ではどのような議論を行っているのか、社外取締役としては経営陣の対応に対してどのように監督していくべきか、といった点について、外部に公表できる範囲で投資家に対して説明を行う必要があるのではないかと。
- ・ 同社ではこれまでコーポレートガバナンス改革に積極的に取り組んでおり、近年も機関設計の変更や社外取締役比率の向上等に取り組んでいる。一方で、形式を優先し、実質が伴っていない可能性を指摘されることもある。そのため、これら一連の取り組みがどのようにガバナンス強化につながり、結果として企業価値の向上につながっているか、今後に向けた課題は何か、という点について、自身の考えをまとめ、説明を行うことが望ましいのではないかと。
- ・ 特に経営者の指名・報酬については、企業の重要なアジェンダであり投資家の関心も高い。そのため、新設された指名・報酬委員会の役割や活動内容、後継者計画の策定状況についても、可能な範囲で投資家に対して説明すべきではないかと。

II. 情報管理の徹底

- ・ 一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業とのエンゲージメントを行う。このため、対話の場においては未公表の重要事実には言及しないよう、情報管理を徹底する必要がある。

＜参考＞スチュワードシップ・コード

【原則4】

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

【指針4－6】

一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「G20/OECD コーポレートガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、当該対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである。

（出所：金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉）

Ⅲ. 株主の意見の取締役会への反映及び株主への発信

- ・ 社外取締役として、株主である投資家の要望・ニーズを正しく把握し、就任先企業にとって有益だと考えられる内容については、取締役会での議論に要素を取り入れることも考えられる。このため、投資家から対話を要求された場合に限らず、IR説明会等の機会も活用し、必要に応じて投資家と対話を行うことが望ましい。
- ・ また、会社の重要な経営課題について、取締役会において十分に議論した上で決定した方針について、経営を監督する立場にある社外取締役が投資家等に対して説明することは、社外取締役として説明責任を果たすとともに、取締役会として決定した方針の合理性や妥当性について投資家等の理解と納得につなげる上でも有効である。
- ・ なお、対話から得た示唆が企業の中長期的な企業価値向上に資すると判断される場合には、経営陣に対して対応・検討を積極的に働きかけることも考えられる。

■ 補足情報

＜事例＞

- 日頃から社外取締役が積極的に投資家と対話を行い、投資家が何を考え望んでいるかを把握し、その内容を取締役会での議論に反映させている。
- 例えば、投資家はキャッシュ創出力の説明を求める傾向にあるが、社外取締役が提案する形で同社は新たな財務目標として「キャッシュアロケーションポリシー」を導入した。今後5年度で1兆円のフリーキャッシュフローを創出し、成長投資や還元などで最適に配分する方針を示した。

（出所：公開情報に基づきデロイトトーマツコンサルティング作成）

＜参考＞投資家以外のステークホルダーとの対話

本ケースでは、投資家との対話に焦点をあてているが、社外取締役は投資家のみならず、従業員や取引先等を含む様々なステークホルダーを代表する立場でもある。

そのため、これらのステークホルダーの視点やニーズについても耳を傾け、その内容を取締役会に反映させることも、社外取締役に求められる役割の一つである。

特に従業員との対話の場合、社外取締役が対話する際に、従業員の上司や所属事業部門の担当役員等も一緒に対話することになり、特に若い従業員から本音を引き出すことが難しくなる可能性もある。そのため、その対話の目的に応じた座組（上位者の出席の必要性の有無等）にも留意の上、対話の機会を設定することが望ましい。

また、社内イベント等の機会も活用し、社外取締役が従業員と対話する機会を設けることも有効な取組みの一つである。例えば、女性の活躍推進を重要施策としている企業の場合には、女性社員向けの研修に社外取締役が登壇することや、社外取締役が女性社員との対話の機会を持つことで、執行側のマネジメント層からは見えていない現場のリアルな声や課題感を吸い上げ、取締役会での議論に反映させるといった取組みも考えられる。

企業による取組事例

- ステークホルダーとの対話やサクセッションプランの検討など、コーポレートガバナンスに関する幅広い議論の実施を目的に、社外取締役で構成するガバナンス委員会を設置している。同委員会では、機関投資家との各種対話を実施するほか、同社における重要なステークホルダーである顧客や労働組合の代表メンバーとの対話を行っている。
- ガバナンス委員会は、取締役会のモニタリングや議論の質を高めるため、様々な情報収集、執行部門との情報共有を行う一方、顧客、機関投資家／株主、社員との対話にも積極的に取組み、それぞれの想いを汲み取り、社外取締役が経営の監督に活かしている。

（出所：同社公式HPIに基づきデロイトトーマツコンサルティング作成）

ケース 11(株主、投資家、顧客、従業員等との対話、情報発信)

“アクティビストファンドから事業に関する提案レターを会社が受領した。社外取締役としてどのように捉え、どのように対応すべきか。”

■ ケース設例

あなたはプライム市場に上場する総合サービス企業の社外取締役である。

同社は、鉄道・バス・タクシーを中心とした運輸事業、ホテルやテーマパークを運営するレジャー事業、不動産関連事業、流通事業、物流事業と幅広い事業領域を持ち、「グループの総合力によって地域住民の生活を豊かにする」ことを長期ビジョンに掲げている。最近では、地域活性化推進室を本社内に設立し、地域の街作りに向けた事業横断プロジェクトの立ち上げを進めている。

また、各事業の傘下に複数の子会社を抱えており、そのうちの一社である不動産事業を担う子会社は東証スタンダード市場に上場している。

参考：事業概要(連結)

事業領域	売上高(億円)	営業利益(億円)
運輸	1,750	50
レジャー	500	-100
不動産	1,250	250
流通	750	50
物流	750	150
合計	5,000	300

※総資産は約7,500億円

感染症が流行した影響もあり、レジャー事業について3年連続赤字となっている。なお、レジャー事業については一時的には業績が落ち込んでいるものの、前述の地域活性化を目的とした事業横断プロジェクトの中核となる施策の一部になっており、経営戦略上は重要な位置づけにあると会社は考えている。

また、企業全体のROAは2%であり、競合他社に比べても低い水準にある。過去及び現在の取引先である上場企業(中には現在では事業への直接の関係が薄い先も含まれる)を中心に他社株式を複数保有しており(合計して総資産の5%ほど)、資産が膨れ上がる原因の一つとなっている。

最近、同社の株式の5%を取得した株主からの提案レターを会社が受取った。その提案内容は以下の通りであった。

- ・ 提案1: 企業として戦略的に重要視しているレジャー事業の売却
- ・ 提案2: 上場子会社(不動産事業の子会社)の完全子会社化
- ・ 提案3: 特に事業への直接の関係が薄い上場企業の株式の売却

なお、この株主はエンゲージメント活動を積極的に行うアクティブ運用の機関投資家として有名

な株主であり、いわゆるアクティビストファンドとして認識されている。

【検討すべき事項】

あなたは社外取締役として、アクティビストファンドからの提案をどのように捉え、取締役会としてどのように対応を検討すべきか。

■ 解説・回答例

＜回答を考えるに当たっての主なポイント＞

① 必要となる主な知識・スキル

➤ アクティビストファンドの動向に関する理解

- ・ アクティビストファンド一般に関する最新の動向や、適切な対応方法に関する理解を一定程度深めておくことが必要

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 就任先企業の収集した提案株主にかかる情報の理解

- ・ 当該アクティビストファンドによるこれまでの他企業への提案内容やその後の対応、特徴、性質について確認し、理解を深めておくことが望ましい

➤ 株主からの提案に対する社内検討プロセス等の把握

- ・ 平時にレターとして送付されてくるもののほか、株主総会に付議する株主提案として行われるものも考えられ、後者である場合には、会社法に従って対処する必要もあり、法的に必要となるプロセスやスケジュール感については取締役会事務局等を通じて確認しておく必要

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ アクティビストファンドの動向に関する理解

- ・ 日本企業は欧米企業に比べるとPBR(株価純資産倍率)やTSR(株主総利回り)が低い傾向にあるが、株価が割安で放置されている場合が多いことから近年はいわゆるアクティビストファンド(一般的に、エンゲージメント活動を積極的に行うアクティブ運用の機関投資家を指す)による株式取得及び株主提案の件数が増えつつあり、日本企業への株主提案件数も年々増加している。その提案内容は増配や自社株買い等の株主還元強化から、事業売却や事業ポートフォリオの見直し、ガバナンス体制の改善、役員の解任まで多岐にわたる。
- ・ 社外取締役として、勉強会やセミナー等を活用しつつ、アクティビスト一般に関する最新の動向や、適切な対応方法に関する理解を一定程度深めておくことも有益である。

＜参考＞アクティビストファンドによる日本企業への主な提案内容(例)

対象企業	株主名	主な提案内容
大日本印刷	米エリオット・マネジメント	自社株買い、保有不動産の売却、株式持ち合いの解消
セブン & アイ・ホールディングス	米バリューアクト・キャピタル	コンビニエンスストア事業の分離
フジテック	香港オアシス・マネジメント	社外取締役の解任

象印マホービン	香港リム・アドバイザーズ	買収防衛策の廃止
電源開発	仏アムンディ等	脱炭素戦略の推進
鳥居薬品	香港リム・アドバイザーズ	親会社からの幹部受け入れの禁止、親会社のキャッシュマネジメントシステムの廃止、株主還元の拡充

(出所:各種報道に基づきデロイト・トーマツコンサルティング作成)

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

➤ 就任先企業の収集した提案株主にかかる情報の理解

検討に際しては提案株主にかかる情報を整理することも必要となるが、多くの場合には就任先企業側で情報収集を実施し、社外取締役に対して随時提供されることが想定される。議題の検討に向けた事前の情報提供の中に提案株主の情報がない場合には、就任先企業に対して働きかけることも必要となる。具体的には、これまでの他企業への提案内容やその後の対応、特徴について確認し、理解を深めておくことも有益である。

➤ 株主からの提案に対する社内検討プロセス等の把握

- ・ 株主からの提案には、平時にレターとして送付されてくるもののほか、株主総会に付議する株主提案として行われるものも考えられる。後者である場合には、会社法に従って対処する必要もあることから、法的に必要なプロセスやスケジュール感については取締役会事務局等を通じて確認しておく必要がある。
- ・ また、どのような検討体制を構築し、社外取締役がどのように関与するかなどについて、社内では整理された方針等が存在する場合には、把握しておくことが望ましい。

③ 本ケースにおける回答例

- 近年、いわゆるアクティビストファンドによる日本企業の株式取得及び株主提案の実施件数が増加傾向にあるが、その内容は提案内容や深度において様々であり、企業としてどのように向き合うべき性質のものか、また、実際にどのように向き合うべきものか、取締役会において十分に議論した上で対応する必要がある。
- 社外取締役としては、客観的な視点から、提案内容が中長期的な企業価値向上に資するか否かを判断し、「真摯な提案には真摯に反応する」ことを念頭に置き、合理的に返答要否を検討することが望ましい。また、株主からの提案を容易に受け入れること、もしくは無下に提案を拒否することで企業としての方向性を揺るがす可能性もあることから、提案内容に左右されることなく、取締役会として長期ビジョンや中期経営計画などを明確に固めたうえで、株主からの提案と向き合い、どのように対処するかを検討することが望ましい。
- このため、個別の提案内容を議論する前に、株主からの提案そのものについて、どのように対応するかを検討することが必要となる。

I. 対応方針の整理

- ・ 株主からの提案の内容は様々であることが考えられるが、特にアクティビストファンドからの提案は、企業の経営上の課題に触れるようなものが多い傾向にある。また、アクティビストファンドのホームページ(キャンペーンサイト)などを通じて提案内容を公表するケースもあり、メディアでの報道に結び付く場合もある。
- ・ こういった提案は、会社の対応次第で提案株主以外のステークホルダーにも波及する可能性があることに留意が必要となる。このため、提案内容を受け入れるか受け入れないかという議論だけをすることは望ましくなく、全てのステークホルダーを意識して対応方針を具体的に議論し、検討を進めていくことが望ましい。
- ・ 対応について検討すべき主な点としては、例えば、明示的に回答をするか否か(株主からの提案に答える形にするのか、株主からの提案とは関係ないこととして回答するのか等)、回答をする場合にはそれを公表するか否か、公表する場合にはその宛先や内容をどのようにするかといったことが挙げられ、非常に多岐にわたる。
- ・ なお、本ケースでは平時にレターが送付されてくるという設定だが、会社法303条および304条に基づく株主提案権の行使として提案がなされる可能性もある。この場合には、取締役会は、会社法に基づいて当該提案の適法性を確認し、株主総会議案として取り上げるべきものか否かを判断する必要があるため、留意が必要となる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 本ケースは株主総会での株主提案権の行使ではなく、平時にアクティビストファンドからの提案を受領しているため、法的に対応が求められるものではないと考えられる。ただし、ファンド側がレターを公表する可能性もあることから、相手方の情報を集め、回答を

明示的にしたほうが良い提案かどうか、社内で整理するべきではないか。

- ・ 同社では「グループの総合力によって地域住民の生活を豊かにする」ことを長期ビジョンに掲げており、それに沿った経営を展開している。このため、アクティビストファンドに対して回答を行う場合には、提案内容の受け入れ・拒否といった議論ではなく、改めて企業の方向性やビジョン、戦略等を確認し、こうした企業の方針を軸として、ステークホルダー全体を意識した対応を検討すべきではないか。

Ⅱ. 株主からの提案に対する社内検討体制の構築

- ・ 株主から提案を受ける背景には、株価が割安である、資本効率性が悪い、コングロマリットディスカウントが生じている、など就任先企業が何らかの課題が存在する場合もある。
- ・ 社外取締役も取締役として善管注意義務を負っており、提案を情報収集の機会として前向きに捉え、提案内容を真摯に受け止め、多面的な検討を行うよう経営陣に働きかけることが望ましい。
- ・ また、執行側に検討体制の構築を働きかけるほか、社外取締役としての関与方針（株主提案に対する回答前に、いつ、どのように取締役会で議論をするか）についても企業と摺り合わせを行い、平時の場合においても明確にしておくことが望ましい。

（参考：今回の提案内容に対する評価の観点）

- なお、今回の提案に対して仮に検討及び回答をする場合、個別の内容については、例えば以下に示す観点で提案内容を評価することも一案である。

提案1：レジャー事業の売却

- ・ 提案者は、収益性が低く他事業とのシナジーが薄い事業について、その事業を売却または切り出すことで、より収益性が高く、自社に競争優位性がある事業に経営資源を集中させること、および切り出された事業も「ベストオーナー」の下に移り、成長のための投資資金を得ることができるようになることを求めているものと推測される。
- ・ このため、自社のパーパスや長期ビジョン、中長期戦略から考えて、その事業の保有をどのように位置づけているかを整理し、返答の方向性を考えることが求められる。

提案2：上場子会社（不動産事業の子会社）の完全子会社化

- ・ 上場子会社は少数株主との利益相反の懸念もあり、親会社の意向に沿った形でグループ全体最適を志向する施策を実行しにくい状態にあることが予想されることから、提案者はこの状況を解消することで、より上場子会社の事業が成長することを求めているものと推測される。
（上場子会社のガバナンス体制構築における留意点についてはケース#8も参照）。
- ・ このため、自社のパーパスや長期ビジョン、中長期戦略から考えて、上場子会社として維持することの合理的理由を整理し、例えば「グループ・ガバナンス・システムに関する

実務指針」(経済産業省)等も参照しつつ、返答の方向性を考えることが考えられる。

＜参考＞上場子会社として維持することの合理的な理由

本来、上場の固有の意義は、子会社が資本市場から直接資金調達を行う手段を持つことで持続的な成長を実現し、企業価値の向上を図ることにある。この点を踏まえつつ、グループ全体の事業ポートフォリオ戦略との整合性や、上場子会社の一般株主利益に配慮しなければならないことに伴う制約やコスト(グループの全体最適のためにリソースを活用しにくい等)と比較して、ベネフィット(自社グループにとって上場子会社を維持することの利益)が上回っているかなど、グループとしての企業価値を最大化する観点から上場子会社として維持することの合理的理由があるかについて具体的に説明すること。

(出所:経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」)

提案3:事業への直接の関係が薄い上場企業の株式の売却

- ・ 政策保有株式は、取引先等と株式を持ち合うことで経営の安定化を図るため、戦略の実現や投資によるリターンの追求以外の目的で保有されている株式を指す。
- ・ 政策保有株式は機関投資家や一般の株主の視点から見た場合、ガバナンスの透明性の担保の阻害要因となる可能性もあり、「コーポレートガバナンス・コード」においても、政策保有株式の縮減に向けた方針の開示や、保有を継続する場合においてはその目的や便益の検証・開示が求められている。
- ・ このため、就任先企業が開示している政策保有株式の縮減に向けた方針に則りつつ、株式保有の意義を改めて検討し、返答の方向性を考えることが求められる。

＜参考＞コーポレートガバナンス・コード【原則1-4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

■ 補足情報

<事例①>

- 米国を代表するアクティビストの一つが日系機器メーカーの株式を取得し、①半導体事業の分離・上場、②保有する上場株式の売却を要求した。同社は多様な経験を有する社外取締役が大多数を占める取締役会の全会一致の決議に基づき、以下の内容のCEOレターを発表している。
 - ① 半導体事業は同社の成長を牽引する重要な事業の一つであり、他の事業や人材との協業により、今後更に大きな価値創出が期待できる。また、同事業の競争力の維持、強化の観点からも、今後も同社が保有し続けることが、長期的な企業価値向上に資するものであるため、分離・上場は行わない。
 - ② 上場株式については、定期的にマネジメントチームにおいて事業戦略上の保有意義と保有株式の経済価値を総合的に検討し、その結果を取締役に報告し、株式の保有方針の確認を行っている。こうした方針に基づき、特定の企業の全普通株式の売却を決定した。

(出所：公開情報に基づきデロイト・トーマツコンサルティング作成)

<事例②>

- 米国の有力アクティビストはA社の株式取得を発表し、大株主として主力事業への注力を促した。
- その後、両社は水面下で対話を続けてきたが、アクティビストが書簡を公表。社外取締役で構成する委員会を立ち上げ、部門売却や分社化を含む「戦略的選択肢」を検討するよう改革を迫った。同ファンドは、経営陣と粘り強く対話する友好的なアクティビストとして知られ、要求を「公開書簡」として公表することは異例の対応であり、A社側の対応を「表面的な対話で批判を回避している」として、A社の対応にしびれを切らした形となった。
- その後A社は「社外取締役と十分に議論した上で意思決定している」として、反論。これを受け、アクティビスト側も「代替的な対応を検討する」として、圧力を強める構えを見せ、株主総会において経営陣と株主の攻防が深まることが確実な情勢となった。

(出所：公開情報に基づきデロイト・トーマツコンサルティング作成)

ケース 12(内部通報窓口・相談先としての対応、不正や問題発見時の関与)

“会計不正や品質問題等の不祥事が発覚した場合、社外取締役としてどのように対応すべきか。また、不祥事の発生防止のため、社外取締役としてどのように経営の監督を担うべきか。”

■ ケース設例

あなたはプライム市場に上場する監査等委員会設置会社である電子部品メーカーの社外取締役であり、監査等委員に就任している。

同社は、A～Fの6つの事業を持ち、事業部体制を敷いている。各事業部の傘下にそれぞれの販売・製造等を担う子会社を持つ。また、内部監査部門や、経理・財務、法務、品質管理等の部門は各事業部傘下の法人単位で設置されており、親会社である同社本体で機能や指揮命令系統の集約等を行っていない。内部統制システムの構築も、法人単位による整備・運用を基本とし、親会社がその対応の適切性を監督するという形態をとっている。

ある日、本社の各取締役宛てに匿名の手紙が届いた。内容は同社のF事業部門傘下の製造子会社で行われている不正に関する内部告発状であった。手紙には、当該子会社において、規定された検査工程の要件を満たさずに製品の製造・出荷が行われている、と記されていた。また、手紙によると、検査での不正は5年近く継続して行われており、3年前に子会社内で当時の社長に対して内部通報があったが、特に改善の動きはなかったという。

また、同社で製造される電子部品は、同社で定める品質管理基準に基づき、製品の製造に使用する資材を入荷した際の「受入検査」、生産ラインから無作為に製造途中の製品を検査する「工程内検査」、完成品の品質基準を調べる「最終検査」が定義されている。匿名の告発によれば、最も工数負荷が高い「最終検査」において、必要な検査の一部を省略する事例が散見されると記されている。

同社では、事業部門責任者が各事業の売上や利益に連動する形で評価されており、品質基準等に基づく評価指標は設定されていない。また、歴史的に社長を事業部門出身者が務めている。

【検討すべき事項】

内部告発状を受け、取締役会において、本件について議論することとなった。あなたは以下のそれぞれの観点について、どのように考え、取締役会で発言すべきか。

観点1 あなたは内部告発状を受け、社外取締役としてどのように行動すべきか

観点2 こうした事案が今後発生しないよう、どのように経営の監督の強化を図っていくべきか

■ 解説・回答例

＜回答を考えるに当たっての主なポイント＞

① 必要となる主な知識・スキル

➤ 内部統制システムに関する基礎知識

- ・ 上場企業における内部統制システムの構築の目的や狙い、設計のポイント等に関する基礎知識を理解しておくことが望ましい

➤ 不祥事が発生した場合の対応に関する理解

- ・ 品質やデータの偽装以外の異なる不祥事が考えられるため、全体的な不祥事の傾向や他社の対応事例を知っておくことが重要

② 事前に収集・検討すべきこと

➤ 不正の影響範囲や関係者の範囲に関する情報収集

- ・ 当該事案における経営レベルでの関与状況や関係者の範囲、社内外への影響に鑑みた事案の重大性について、事前に情報を収集しておくことが求められる

➤ 就任先企業における不祥事発生時の対応の社内規程等の内容

- ・ 企業によっては不祥事発生時の対応を社内規程等であらかじめ定めている場合もあるため、その内容を事前に把握・理解しておくことが必要

➤ 取締役会で原因究明等を行うための適切なアプローチ

- ・ 事前に社外取締役間で情報を共有し、統一の意思を醸成する等、適切にプロセスを進めるためのアプローチが必要

① 回答を考えるに当たって、必要となる主な知識・スキル

➤ 内部統制システムに関する基礎知識

- ・ コンプライアンス・法令遵守や不正防止を含め、中長期的に企業価値を支えるリスクマネジメントの仕組みとして、企業が適切な内部統制システムを構築・運用しているか監督することは社外取締役の重要な役割の一つである。そのため、上場企業における内部統制システムの構築の目的や狙い、設計のポイント等に関する基礎知識を理解しておくことが望ましい。また、必要に応じて、研修等実施機関により提供される研修等を有効活用し、体系的に学習することが望ましい。
- ・ また、監査等委員会設置会社における監査等委員や指名委員会等設置会社における監査委員である場合には、内部統制システムに関して、「内部統制システムに係る監査等委員会監査の実施基準」(日本監査役協会)など、監査の具体的な行動指針・基準についても理解することが求められる。
- ・ また、本ケースのように、日本企業では子会社での不祥事の発生が多く見られる。親会社の取締役会は、グループ全体の内部統制システムの構築に関する基本方針を決定し、子会社を含めたその構築・運用状況を監視・監督する義務を負っているため、複数

の子会社を持つグループ本社の社外取締役を務める際は、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(経済産業省)等も参照し、グループ全体を対象とした内部統制システムの在り方について理解を深めておくことが求められる。

＜参考＞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

親会社の取締役会は、グループ全体の内部統制システムの構築に関する基本方針を決定することが求められており、業務執行の中でその構築・運用が適切に行われているかを監視・監督する責務を負っている。

また、子会社の管理・監督については、法律上の明文の規定はないものの、親会社取締役には、親会社の資産としての子会社株式の価値を維持するため子会社を適切に管理する義務があり、親会社取締役の子会社監督の職務が存在すると解されている。

こうした点も踏まえ、子会社の内部統制システムの構築・運用状況についても、これを監督し(定期的な見直しを含む)、重大な法令違反等が発生した場合の是正・監督やグループとしての再発防止などを行うことが求められる。

具体的な内部統制システムの構築・運用の監督については、通常、親会社の取締役に一定の裁量が認められ、判断の過程や内容が著しく不合理な場合を除き、善管注意義務違反を問われないと解されているが、親会社の取締役がこうした裁量の範囲を超えて、不適切な対応をしていたような場合には、監査役・監査等委員会・監査委員会が取締役の職務執行に対する監査の中で、その改善・是正を促すことになると考えられる。

(出所:経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」)

➤ 不祥事が発生した場合の対応に関する理解

- ・ 今回のケースで想定している品質やデータの偽装以外にも、不適切会計、贈賄・独禁法違反・横領、M&Aにおける対象会社の不正、ITシステムリスクなどが考えられるため、全体的な不祥事の傾向や他社でどのような対応がなされているかについて知っておくことも重要となる。※

※ 例えば「企業不祥事の防止と監査役等の取組」(日本監査役協会)では、企業不祥事の原因や再発防止策、企業不祥事の類型等に関するアンケート調査の内容及びその分析がなされている

- ・ また、不祥事の公表の要否やタイミングについては、法令や上場規則等に従う必要があるため、その内容も合わせて確認をしておく必要がある。

＜参考＞金融商品取引所の適時開示ルール

「上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実であ

って投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」など、一定の事項を決定した場合や一定の事実が発生した場合、投資者の投資判断に与える影響が軽微なものを除き、直ちにその内容を開示しなければならない(有価証券上場規程 402 条)。上場会社の子会社において一定の事項の決定・一定の事実の発生があった場合についても同様である(同 403 条)。

② 回答を考えるに当たって、事前に収集・検討すべきこと

- 不正の影響範囲や関係者の範囲に関する情報収集
 - ・ 内部告発状を受け、その原因究明のための必要な調査体制を構築するに当たっては、内部監査部門、監査等委員を務める他の社外取締役等の関係者と連携し、当該事案における経営レベルでの関与の状況や関係者の範囲、また社内外への影響に鑑みた事案の重大性について、事前に情報を収集しておくことが求められる。
- 就任先企業における不祥事発生時の対応の社内規程等の内容
 - ・ 企業によっては不祥事発生時の対応を社内規程等であらかじめ定めている場合もあるため、その内容を把握・理解しておくことも必要となる。具体的には、原因究明における調査委員会の設置、事実の公表・行政への報告における手続きと責務分解、再発防止策の策定義務等が挙げられる。
- 取締役会で原因究明等を行うための適切なアプローチ
 - ・ 原因究明の過程では、当該調査において不利益を被ると想定される者(過去に不正を看過した取締役等)による反発も想定されることから、適切にプロセスを進めるためのアプローチが必要である。例えば、事前に社外取締役間で情報を共有し、統一の意思を醸成する等の方法が考えられる。

③ 本ケースにおける回答例

- 本件は、子会社で発生した不正であっても、その影響は大きく、グループ全体のレピュテーションの問題として企業価値の毀損に直結する事案である。そのため、子会社で起きた事案だからといって子会社に調査を任せるのではなく、親会社として速やかに実態の把握と原因の究明、再発防止を図るべきであると考えられる。
- 親会社の社外取締役としては、独立した立場から、本件を取締役会の議題として取り上げるよう議長と相談し、事実調査やグループ内での悉皆調査、原因究明、再発防止策の策定、フォローアップというそれぞれのプロセスに積極的に関与して必要な助言を行うことで、グループのレピュテーションへのダメージを最小限に止め、投資家等の外部ステークホルダーからの早期の信頼回復に努めるべきである。

観点1: あなたは内部告発状を受け、社外取締役としてどのように行動すべきか。

I. 不正の事実調査

- ・ 不正が発覚した場合、まずは事実を正確に把握し、同様の不正がグループ内で他に行われていないかも含め、その全貌を明らかにすることが求められる。
- ・ 独立した立場である社外取締役には、中立的かつ十分な調査が行われるよう、第三者委員会の設置の要否を含む調査体制の構築を主導することが期待される。第三者委員会の設置の目的と照らした場合の設置要否※の判断や設置する場合における委員会の組成(ミッション設定、権限付与、リソース確保を含む)、委員の選定、運営方法等に関して、その中立性が担保されるよう十分に留意すべきである。

※ 詳細な第三者委員会の設置の要否の判断については、「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」(日本弁護士連合会)も参照されたい。

＜参考＞第三者委員会の概要

第三者委員会とは、企業や組織(以下、「企業等」という)において、不祥事が発生した場合及び発生が疑われる場合において、企業等から独立した委員のみをもって構成され、徹底した調査を実施した上で、専門家としての知見と経験に基づいて原因を分析し、必要に応じて具体的な再発防止策等を提言するタイプの委員会である。

第三者委員会は、すべてのステークホルダーのために調査を実施し、その結果をステークホルダーに公表することで、最終的には企業等の信頼と持続可能性を回復することを目的とする。

(出所: 日本弁護士連合会「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」)

- ・ 子会社で発生した事案であれば、主な調査体制の選択肢としては、①子会社による内部調査、②親会社による内部調査、③親会社の社外取締役・監査役による委員会の設置、④第三者委員会の設置の4つのパターンが想定されるため、事案に合わせて検討

することが求められる。前述の選択肢は、④に近づくに従い一般的に客観性・独立性が高まる。

- ・ また、社内者が調査に非協力的である可能性も想定し、必要に応じて社外取締役だけで議論する場を設けるなど、アプローチ方法も検討することが重要である。
- ・ なお、金融商品取引所（東京証券取引所 等）の適時開示ルールに基づき、不祥事が投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすものである場合には、親会社として適時開示を行う必要性について判断することも求められる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 本件は子会社の経営陣が関与した事案であることを考慮し（過去に子会社社長が事実を認識しつつも適切な対応をとらなかった）、相応の中立性を担保する必要があること、また、電子部品という、外部取引先の製品を通じて社会的な影響を生じうる可能性の高い不正であると考えられることから、独立性・客観性を確保することが可能な調査体制を検討することが必要ではないか。
- ・ 対外的に調査の客観性を提示する等、必要に応じて、第三者委員会を設置することが考えられる。第三者委員会を設置する場合、中立性及び独立性を確保するために、本事案と利害関係のない社外取締役が委員長に就任すべきではないか。

Ⅱ. 根本原因の究明

- ・ 調査を通じて明らかにした事実に基づき、不正が発生した原因の究明を行う。その際に重要なことは、表面的な因果関係に留まらず、不正が発生した背景を明らかにすることである。こうした根本原因の究明は、社内の文化・慣習や常識に慣れ親しんだ社内取締役では客観的な判断が難しい可能性もあるため、第三者委員会等の調査を受け、社外取締役が客観的に評価することが望ましい。
- ・ また、内部統制システムの構築・運用のため、事業部門、管理部門、内部監査部門から構成される3ラインモデルが実効的な手段として考えられ、こうした考え方と自社の取組みを比較し、原因を究明していくことも有益である。

＜参考＞3ラインモデルの考え方

事業部門（第1線）、法務・財務等の専門性を備えつつ、事業部門の支援と監視を担当する管理部門（第2線）、第1線・第2線の有効性に対する監査を担当する内部監査部門（第3線）から構成される「3線ディフェンス（注：現在は「3ラインモデル」に改称）」の考え方は、グローバルスタンダードとしても確立された、内部統制システムの構築・運用のための実効的な手段と考えられるため、その導入・整備及び適切な運用の在り方について検討されるべきである。

（出所：経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」）

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 同社においては、品質管理部門が製造子会社内に配置され、その指揮命令系統も本社の品質管理部門に集約されていない等、いわゆる3ラインモデルにおける第2線である管理部門による事業部門への適切な牽制が効いていなかったことが、長期間にわたって不正な検査が行われてきた背景とも考えられる。
- ・ また、歴代社長が事業部門の出身者であり、組織風土としても事業部門の声が大きく、本社部門の求心力は弱いと、事業部門の中で閉じた組織文化が存在している可能性も考えられるのではないかと。
- ・ 各事業部門の責任者は、それぞれの事業部門の売上と利益によって評価されており、傘下の製造子会社に対してもコスト削減にかかる強いプレッシャーが生じており、その結果として、対応コストのかかる検査工程の削減などの不正につながってしまったのではないかと。また、事業責任者に対して品質の維持・向上に向けたインセンティブが十分に働かず、その重要性を現場レベルまで働きかけることができていなかった可能性がある。
- ・ 過去に子会社内で行われた内部通報が子会社から親会社に適切に報告されていなかった可能性もあるが、これはグループで一元的な内部通報システムが構築されていなかったからではないかと。同社では、子会社が内部統制システムの構築・運営を行い、親会社はその監督を担うこととしているが、親会社が子会社の内部統制体制を監督するにあたっての実効的な仕組み（一体的な内部通報システムや監査人同士の連携 等）が確保できていなかった可能性がある。

観点2: こうした事案が今後発生しないよう、どのように経営の監督の強化を図っていくべきか。

I. 再発防止策の策定・フォローアップ

- ・ 今後同様の事案が発生しないよう、根本原因に即した実効性の高い再発防止策を策定することが重要である。社外取締役には、その実効性について、客観的かつ独立した立場で評価・助言することが期待される。
- ・ また、組織構造や関連規程等のハード面の見直しに留まらず、経営トップ自らが法令・コンプライアンス遵守の重要性を認識した上で、グループ全体や現場レベルに対しても、自らの言葉でその重要性を働きかける機会を設ける等、組織風土などのソフト面での改革を推進することも重要である。
- ・ 社外取締役としては、これらの再発防止策を策定するだけでなく、その後も定常的なモニタリングやフォローアップを通じて根本原因の排除や再発防止策の進捗が順調であることについても確認し、不足があれば具体的な対応等を指示することも必要となる。

＜本ケースにおける考え方の例＞

- ・ 品質管理部門が独立的な立場で事業部門への牽制をかけられていなかったことが原因の一つであると考えられる。例えば品質管理部門を本社の直轄にするなど、3ラインモデルの考え方に倣い、その独立性を担保する形で設計し直すことが必要ではないか。また、業務性質上、事業部門との連携が強く求められる場合は、本社直轄部門内で各事業部門担当者を置きつつ、その人事評価権は事業部長や子会社社長に持たせないことで、独立性を担保する方法も考えられるのではないか。
- ・ 品質に関する規程の遵守の重要性が事業の責任者や現場レベルで認識されていなかったことも原因の一つであると考えられる。企業理念や行動規範を見直し、それを役職員の評価指標にも紐づける形で、その重要性の組織への浸透を図るほか、経営トップ自らがグループ全体へその重要性を働きかけるなどの活動を徹底すべきではないか。社外取締役として、アンケート調査などによりグループ内での意識の浸透度合いを継続的に確認することも重要ではないか。
- ・ 親会社として子会社の内部統制体制を監督するにあたっての実効的な仕組みが確保できていなかったことも原因の一つであると想定される。その場合、グループ一体でのリスクマネジメントや内部統制の仕組みを整えることが必要なのではないか。例えば、親会社と子会社間で情報連携が適切に図れるよう、内部監査部門を一体的に運用することや、子会社で起きた不正・不祥事について親会社の取締役会や監査役会に直接通報することが可能となるグループ一体の内部通報システムの導入も検討すべきなのではないか。

■ 補足情報

＜失敗事例＞

- A社では、子会社における検査データ偽造が発覚し、親会社であるA社に報告。その後、親会社が依頼する形で弁護士事務所による社外調査が行われ、調査報告書が公表された。
- しかし、その数年後同社では別のデータ偽造に関する不祥事が相次いで発覚した。
- これらの後続の不祥事が発覚が遅れたことは、最初の不祥事発覚時に行われた外部調査は経営陣の利益のため行われており、故に調査範囲が限定されていたことで、真の原因究明ができていなかったことが原因であると複数の専門家から指摘されている。実際に、外部調査実施中に判明した事実は随時経営陣に報告するとされており、独立性にかけていたとの指摘がある。

（出所：公開情報に基づきデロイトーマツコンサルティング作成）

コラム 社外取締役の実効性強化に向けた取組み ～社外取締役の助言を、いかにして執行に反映させるか～

ケーススタディの整理に当たり、社外取締役の経験を有する有識者に課題認識に関するインタビューを実施したところ、「社外取締役の意見を通し、執行側の意見を変えさせることは極めて難しいことから、社外取締役として工夫をすることが大変重要となる」といった意見が複数挙がった。

- 有識者 A

「社外取締役の立場から意見を述べた場合、その場では受け入れられるものの、実際に業務執行に際して考慮頂くことは難しい。特に、持株会社制の場合は、親会社で決定した経営戦略が子会社に展開されてくる事も多く、子会社側の立場である場合はその策定プロセスに関与することが難しい。」

「社外取締役で結束する、意思を固めることが大切。また、オンラインになると信頼関係の構築が難しいことから、インフォーマルに意見を交換し合う関係性を作り、議論の土壌を形成しておくことも大切。」

「また、取締役会議長が社内役員である場合、特に業務執行への意見反映が難しいと感じている。意見を反映させるための覚悟と、信頼関係が必要。」

- 有識者 B

「特に社外取締役の人数が少ない場合には、意見を業務執行に反映頂くことが難しいと感じている。意見の反映に向けては、まず社外取締役の間で共通意見を醸成するなど、コミュニケーション設計の工夫が必要。対面での雑談の時間も大事であると思う。」

- 有識者 C

「理想論を語っても、議長がよっぽど積極的でなければ「余計なことをやっているな」で終わってしまう。正論が通る状態になっていなければ、何も変わらないのが現状。」

「取締役会において少数派である社外取締役が意見を通すには、1つは独立役員会議を毎月開催すること。重要事項について執行から説明を受け、議論し、方向性を出して、そこでまとめたものを取締役会に出すという方法がある。また、社長に交代を勧めるなど、センシティブな課題の場合には、社内者を除いた完全なプライベートセッションで社外取締役の意見を出し、社外取締役の議長がとりまとめて、社長と1on1でフィードバックすることも考えられる。この場合、個別の意見は絶対に匿名として、社外取締役の総意として伝えることが重要。なお、執行が何を考えているか把握するため、執行側とのコミュニケーションをとることも大切。」

コーポレートガバナンスの実質化に向けては、株主の共同の利益を代弁する立場にある者として業務執行者から独立した客観的な立場で会社経営の監督を行う社外取締役の意見を執行に適切に反映させることが重要であるが、その反映が困難であるという点も大きな課題の一つであると考えられる。

こうした点に対し、有識者からは、執行への意見の反映に向けては、普段の情報収集に加えて、執行側との信頼関係を構築し意見が受け入れられる土壌を形成することが重要であるとの指摘がされている。また、社外取締役同士で積極的に意見交換をする、社外取締役の間において事前に共通意見を醸成する等の準備が有効であるとのコメントも挙げられた。

コーポレートガバナンスの実質化を担う社外取締役がその意見を執行に反映させるには、意見を反映させ経営を監督するという強い心構えに加えて、普段からの執行側の経営陣や社外取締役との信頼関係の構築が必要不可欠であると考えられる。