

## CGS研究会（第2期）

### 第17回 議事要旨

1. 日時：令和2年5月13日（水）15時00分～17時30分
2. 場所：Skype
3. 出席者：神田座長、青委員、伊藤委員、江良委員、大杉委員、太田委員、翁委員、神作委員、小口委員、後藤委員、小林委員、佐久間委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、寺下委員、中村委員、藤田委員、松元委員、三笥委員、宮島委員、井上課長  
（欠席：石田委員、大場委員、富山委員、柳川委員、竹林参事官）
4. 議題：社外取締役の在り方に関する実務指針（仮称）（案）について
5. 議事概要：

はじめに、本研究会の進め方について、資料2記載のとおりとすることについて委員の了承を得た。

次に、事務局より資料3（事務局説明資料）及び資料4（社外取締役の現状について（アンケート調査の結果概要））、資料5（社外取締役の在り方に関する実務指針（仮称）（案））について説明した後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

- 【佐久間委員】私から構成というか、こういう形が必要ではないかということをもとに、それと2点目は中身の大きかたところについて、申し上げる。

まず、このガイドラインの対象者は上場会社の社外取締役一般ということで、必ずしも今日ここに参加しておられるような見識のある方ばかりではないので、簡単にで良いと思うが、基本的なところもしっかりと触れておくべきではないか。

特に、資料4の23ページ、社外取締役は誰のために行動しているのかという設問に対する回答は非常に驚きの結果だったので、最低限のところは、前説というよりは、基本の基として簡単に述べておく必要があると思う。このアンケートにある「誰のために」というのは、当然企業価値向上のためということであり、それがまさに善管注意義務ということだと思ふ。

もう1つ私が非常に気になっているのは、やはり制度上の職務と期待は分けておくことが必要だということである。そういう意味で、最初に制度上の職務や枠組みについて、簡単でも良いので触れたうえで、その後、今回の目的である、期待される役割について述べるということではないかと思ふ。

その中で、このドラフトを見てちょっと足りないなと思つたのは、そもそ

もの制度上の職務とは何なのかという点だ。神田先生のおられるところで私が言う話ではないが、社外取締役はあくまでも取締役である。したがって、取締役の職務が何なのかと言うと、取締役会の構成員として重要な意思決定を行い、なおかつ監督をするということであり、今のドラフトには決定するという点が少し欠けているのではないか。

不祥事が起きた会社の社外取締役の方が、マスコミ等々にコメントされる時の話を聞いていると、皆がそうだというわけではないが、取締役会にかかったような事項で、自分もそれに対して賛成、あるいは少なくとも異議を表明していないにもかかわらず、非常に第三者的なコメントしかされていない方がおられる。なので、あくまでも取締役の責任というのは決定にもあるというところははっきりと書くべきだろうと思う。

もう1つは、取締役は、取締役会という機関の構成員であり、単独で何かをやるということは、監査役とは違い、制度的には予定されていないといったことを、ごくごく簡単で良いが、書き込むべきではないか。

それと、期待される役割というのは、あくまでもそれぞれの会社の状況、タイミングによってかなりバリエーションがあって良いだろうと思う。つまり、最低限の職務を果たしていれば、あとは色々あるのではないか。

例えば、小規模な会社で戦略的に方向性はもう決まっているということであれば、その分野の専門的な知見を持っている方が、その専門的な分野に対して助言するというのも十分期待される役割ではないか。一方、大規模な会社であっても、喫緊の最重要課題として、例えば中国市場から全面撤退することが非常に重要な課題であれば、実際の撤退の経験者や中国に見識のある方を呼んで、助言をもらうということでも良いと思う。また、不祥事があった会社がコンプライアンスに重点を置くなど、役割というのは非常にバリエーション、多様性があるということは必ずどこかに記載してもらいたい。

- 【後藤委員】佐久間委員も御指摘されていたが、資料4の23ページの誰のために行動しているかという項目に対する回答は非常に興味深い結果だと思う。

他方で、資料5では、やはり株主のために行動するというのがまず第一にあって、ただ、そのために、もちろんステークホルダーの利益も重要であると書かれている。アンケートの結果は、聞き方次第なのかもしれないが、資料5の方向性とは少しずれている結果になっているようにも思われるものの、この点こそが社外取締役向けのガイドラインに何かできるところなのかもしれないなという気がしている。

まず資料4のアンケート結果については、23ページの回答は、社外取締役

全体の中でこういう順位だったということであるが、もう少し分析を加えてもらいたい。例えば、社外取締役の属性も色々と調べられておられたけれども、バックグラウンドが経営経験者なのか、弁護士なのか、研究者なのか。当該社外取締役がいる会社の機関設計が監査等委員会設置会社なのか、監査役会設置会社なのか、指名委員会等設置会社なのか。もしくは、社外取締役が一定の委員会のポストについているのか、そうではないのか。そういった属性により社外取締役の意識に違いがあるのかというような多面的な分析をしてもらえると、どこに一番アプローチをしていくべきなのかということがより分かると思う。せっかくのアンケートなので、これを有効に活用するために、もう少し分析を深めてもらえると良いのではないかと思った。

また、まず基本の話が必要であろうという、先ほどの佐久間委員の御指摘に私も賛同するが、基本の話をどういう内容にするのかということについては、ひょっとしたら私の誤解かもしれないが、佐久間委員の御見解のとおりで良いのか、少し疑問がある。

例えば、社外取締役もあくまで取締役であって、社会方丈の取締役の職務というのがまずあるはずだという佐久間委員の御指摘があったけれども、そういう形式論で良いのだろうか。そういう形式論では結局足りないからこそ、こういうガイドラインが求められているのではないか。

また、確かに取締役会の職務には業務執行の決定が入っているが、アメリカのデラウェア州会社法でも、会社の経営権限は基本的に取締役会にあるとされていながら、ただ、それをCEO以下の経営陣に委任して、取締役会はモニタリングに専念するようになったように、形式と実態にずれがあること自体は、別にそんなにおかしいことではないと思う。

モニタリングモデル的な発想も多少は取り入れていく必要があるという昨今の流れを前提として、意思決定も依然として取締役会の重要な機能であると思うが、それが従来の日本で行われてきたようなレベルの決定なのかと言うと、誤解を招いてしまうおそれがあるのではないかという気がしている。取締役会では、特に社外取締役も関与して、例えば経営の基本的な方針などについての決定はするわけであり、その決定については、当然社外取締役も責任を負うべきだとは思いますが、その際に第三者的な立場というのはどうかという佐久間委員の御指摘はそのとおりだと思うけれども、決定の話を書く場合には、その決定というのが比較的細かなレベルの決定なのか、それとも大きな方向性の話なのか、その辺をはっきりと意識して書かないと、読まれ方が違ってきてしまうのではないかという気がした。

資料5の全体の構成はこれで良いのではないかと思うが、細かな点で気づいたことが幾つかあるので、この機会に言及させていただければと思う。

まず、心得1で、社外取締役の最も重要な役割は経営の監督であって、その指名・再任や報酬の決定であるということは非常に良いと思うけれども、「平時からの規律づけや具体的な場面で恣意的に進められないようにするためにも、あらかじめ経営者の解任基準を定め、その基準に基づき判断を行うような仕組みを作っておくことが重要である」という記述は、読む人にとってはぎょっとするのではないかという気がする。赤字が何期続いたらとか、株価がどれだけ下がったら解任するという基準のことなのか。おそらくそういう趣旨ではないと思っているが、そういう形式的な基準だけでいくのだと読まれてしまうと、「これは酷すぎる」という拒否反応をいたずらに招いてしまうおそれがあるように思う。直ちに解任するというのではなく、解任の是非を検討し始めるという基準なのだとなれば、その趣旨をもう少しはっきりと書き込むべきだと思う。

また、心得1のメインの部分では、報酬の話も書かれているのだけれども、その後の解説の部分では、解任の話しか出てきていなくて、報酬でコントロールするという話があまり入ってきていなかったのも、報酬の話も当然重要なコントロール手段であるということをもっと明示しても良いのではないか。

次に、心得2で、ステークホルダーの利益や長期的視点への言及がある。持続的な企業価値の向上のためには、もちろん長期的な視点や ESG や SDGs という発想は重要だと思うのだけれども、ただこれは、昨今であれば当然のように言われていることで、このさらっとした書きぶりで良いのかということには疑問を抱いている。長期的な視点が大事であるというのはそのとおりなのだが、その長期的な視点とか、例えばステークホルダーの利益、ESG という言葉は、株主の目線から見て思うような業績が上がっていないことの言い訳に使われる懸念も十分あるように思う。

社外取締役は、ステークホルダーのことにも目配りしなくてはいけないとしても、株主のことを見落としても良いわけではない。なので、例えば、経営陣側が長期的な利益とか ESG といった言葉をただの言い訳に使っていないか。そこで言われていることが本当に会社の持続的成長に繋がっているのかということ、社外取締役はしっかりと検証すべきであるということ指摘したほうが良いと思う。

また、心得2の（ESG や SDGs を含めた持続可能性を意識した経営の重要性）の箇所では、「会社が世の中のトレンドに沿った経営を行えるよう意見することが望まれる」と書いてあるが、世の中のトレンドに従えというのはちょっと軽薄なのではという気がする。もう少し趣旨をしっかりと書き込まれたほうが良いかなと思う。

他方で、例えばテールリスクをしっかりと評価するだとか、いわゆるグループシンキングに陥っていないかということは、部外者である社外取締役こそが指摘できるところだろうし、それは ESG や長期的利益という観点にも繋がると思う。ESG や長期的利益という観点から、どのような行為が期待されるのかを、もっとブレークダウンして、書き込まないと、簡単に流されてしまうのではないかという懸念があるように思う。

あと、もう一点細かい話だが、先ほどのどういう決定を取締役会であるのかということについて、第 2 章の 2.1.1 に、個別の業務執行の決定に関する議案についてはどうするのかという話がある。この中身は非常に結構だと思うが、ここで、会社法で認められている取締役会から各業務執行取締役の決定の委任を、必要があれば十分に活用していくべきではないかという指摘もあっても良いのではないかという気がした。

- 【太田委員】 3 点ほど述べたいと思う。

まず、全体の構成については良いのではないかという前提の上で申し上げるが、是非加えるべきだなと思う点が 1 点ある。皆さんも実務の中で様々な経験されているだろうと思うが、今回の研究会の中で、社外取締役の機能発揮に向けて、形からどのように魂を入れるか。つまり、形式から実質へという目的があるわけで、その観点から考えた場合、社外取締役が本来の機能、役割をきちんと果たすためには、経営執行陣との情報格差の解消が非常に重要ではないかと思っているので、そうした観点から指摘をしたい。

日々様々なリスク情報等々に接する監査役等——例えば、監査役、あるいは監査等委員、監査委員全てを総称して監査役等と述べたいと思うが——と、それ以外の社外取締役との情報格差は想像以上に大きいのではないかと実感している。

そこで、機関決定を行う取締役会において、監査役等からそれ以外の社外取締役に対して、直近の様々な企業が抱えるリスク情報だとか、内部情報に関する分析だとか、監査役等が持っている様々な情報を報告し、それを全員で共有するような仕組みを構築していくことが有意義ではないかと思っている。

こうしたグッドプラクティスが定着していけば、社外取締役の報告聴取や調査機能の強化を加速することが可能になると思う。この点を是非今回のガイドラインの中、例えば資料 5 の第 3 章のサポートする仕組みのあたりに、1 項目付け加えてもらいたいと考えている。

2 点目に、任意の指名・報酬委員会の設置をもう少し強化できないだろうか。任意の委員会を設置することによって、経営者への牽制力と監視機能が

強まるのではないかと思う。

資料3の4ページを見ると、任意の指名委員会・報酬委員会の設置状況は、19年度レベルで言えば、各々47%、49%で約半分である。無論、任意なのでそれで良いという意見もあろうかと思うけれども、任意の委員会の設置がもう少し前に進むようになれば、社外取締役が中心になっていき、とりわけ指名委員会の牽制機能等々が有効に働くことになると思う。こうした観点から、従来以上に企業側に強く設置を求めるようにしていくことができないものだろうか。これが2点目の意見である。

3点目は、資料5の社外取締役の個別の意見のところ、例えば第1章の前説のインタビューの意見に少し違和感がある。冒頭、社外役員が投資家の立場というニュアンスが出過ぎているのではないか。むしろ、全ての利害関係者に対する共通の目線を持ち、それと同時に、資本コスト等に関する特別な意識の保有が欠かせないと言えただけであって、投資家のためだけに働くというのは、明らかにミスリードだと思う。

それと、心得1において、執行と監督の分離という項目で1項目立ててあるけれども、我が国ではまだマネジメント型が主体である。機関設計でも、75%近い監査役会設置会社がまだ主流なので、ここに少し目配りをした、公平なバランス感をもうちょっと強調すべきではないかと思う。

そうすることによって、着実なガバナンス改革を進めていく上でも、監督機能の強調ということに最終的には繋がっていくと思うので、モニタリング型に軸足を置いたような執行と監督の分業をあまり強調し過ぎるのは、再考を要するのではないか。あるいは、この研究会としては少しミスリードになりはしないかという点を心配している。

要約すると、1点目の指摘は、社外取締役と経営執行陣との情報の格差が、社外取締役が本来の機能を果たすべき実質的な取締役会運営を妨げていると思うこと、その種の声も現場には多くあるので、この情報の非対称性を解消するために、情報を一番多く有する監査役等が、適宜リスク情報や企業が抱えている様々な情報を、積極的に、その他の社外取締役に共有化するための情報発信を行う。これをプラクティスとして入れ込むということが必要だという提案である。

- 【三笈委員】2点、話をさせてもらいたいと思う。

その前に、まず、今回のインタビュー結果については、大変インフォーマティブであり、経営に関して非常に造詣の深い方々がどのように考えているのかが共有できるので、できるだけ公表してもらえると、非常に良い資料になると思っている。

それを踏まえて、コメントが2つある。いずれも資料5の実務指針(仮称)の中の第3章に関してである。全体の構成で見ると、第1章、第2章は非常に盛りだくさんだが、会社側で構築すべき体制に関する第3章は非常にあっさりしているので、これで良いのだろうかというのが2つのコメントに共通する問題意識である。

具体的に述べると、まず、資料4の46ページ以下に取締役会の開催回数や所要時間についてのアンケート結果が出ている。これらを所与の前提として、社外取締役の方にどうやって働いてもらうかという議論をするのが良いのか、それとも、この前提自体を少し変えていくように働きかけたほうが良いのかという観点が少し希薄かと思う。

コーポレートガバナンスに関し、何でもかんでもアメリカが良いと言うつもりも全然ないが、機関投資家はアメリカ系が多いので、ではアメリカではどうなのかという議論は当然出てくる。アメリカの上場企業の取締役会は、各取締役が実際に集まるのが年間4~5回、これに加えて電話会議で年間1~2回というような感じで行われていることが多いと理解している。また、各回の開催時間も、電話会議の時は1時間ぐらいだが、実際集まる時は、4~5時間ぐらいというパターンが多いと理解している。

それと比べると、日本の取締役会は、年間14回、1~2時間ずつやっていくというようなイメージになっているので、これを前提にすると、経営戦略を議論するといっても、議論が細切れになってしまい、ちょっと難しいのではないかというのが率直な感想だ。なので、取締役会の開催方式、開催回数、開催時間について何か言及をした方が良いのかという点は1つ考慮すべきポイントだと思っている。

2点目だけれども、例えば、取締役が10名いる中で、社外取締役が2名いる場合の社外取締役の活動方法と、6名いる場合の社外取締役の活動方法というのは当然違ってくるのだと思う。今の資料では、おそらく10名のうち2名ないし3名ぐらいの社外取締役がいるときに、社外取締役としてどのようにして職務を果たすべきかということが議論されているように思うが、社外取締役が6名ぐらいになってくると、自分がやらなくても他の人がやってくれるかもしれないというような、甘えがあると言うと少し語弊があるかもしれないが、結局、自分がこの会社で求められているのは何なのかというところが少しぼやけてしまうのではないかなという気がしてしまう。

そうすると、社外取締役が全体としてやらなければいけない役割があるとして、その中で、取締役会の場で全員でやらなければいけない役割と、最終的には取締役会の場でみんなで議論するけれども、社外取締役ないで担当を決めて、一部の社外取締役が中心になって対応する役割とを区別するという

ような考え方があっても良いのではないか。

これは、例えばアメリカの上場企業で言うと、スタンディングコミッティーを作るというのにも似てくる話だと思うが、結局、係というか担当というか、そういうものを作っていくことによって、限られた時間の中でより深くコミットしていくことを推奨するという観点があっても良いのではないか。

会社法的な観点では、今、普通に行われているような社外取締役の活動は、特に業務執行に当たるとは思われていないと思うが、社外取締役が係や担当を決めてスタンディングコミッティーのようなものを組成して継続的に関与をしていくことになると、どこからが業務執行になっているのだろうかというような議論があるかもしれない。なので、一定の事項について継続的に関与しても直ちに業務執行に当たるという議論になるわけではないということを示すだけでも、社外取締役の方が会社経営に対して積極的に助言をしていくということの後押しをすることができるのではないかと思う。そういう観点で、第3章のところをもう少し拡張してもらえないかなと思っている。

- 【松元委員】私からは1点だけ、手短かにコメントさせてもらえればと思う。まず、今回のアンケートで社外取締役の方の生の意識というのがすごく分かったということで、大変貴重なアンケートだと思う。

それから、現状の仮案だけれども、一番最初、前説のところの書き出し、それから心得1のところの書き出しは大変結構なのではないかなと思っている。

というのは、「株主から付託を受けて、中長期的な企業価値を向上させる観点から経営を監督することが基本的な役割である」ということが前説の一番最初のところではっきり書かれていて、その後、心得1のところでも、「最も重要な役割は、経営の監督である」ということをはっきり示しているというのがとても良いと思った。

さっき佐久間委員や後藤委員からも指摘があったが、アンケート調査の結果を見ると、社外取締役が誰のために働くかという質問に対しては、株主とか、あるいは企業価値向上のためとか、会社全体のためとか、そういう回答が返ってくるかなと思いきや、株主を除くステークホルダーのために行動するというのが一番多い。また、社外取締役の10%以上の方が社長、会長をはじめとする執行陣のために行動するということなので、この件アンケート結果からは、やはり社外取締役の一番の役割が経営陣の監督であるという意識がまだ広く普及していないのではないかなと思った。仮案では、経営の監督が一番大事なのだという点は、是非維持したままで進めていくのが良いと思う。



それとの関係で、少し追加してもらいたいところがある。せっかく心得1で監督が大事だということが出てくるのに、第2章以下では、この監督に関する具体的な行動の在り方というのがあまり出てこない。

というのは、経営の監督というところに、心得1だと、「平時から経営者の評価を行い、それに基づき報酬の決定を行うとともに、少なくとも一年に一度、会社の中長期的な企業価値の向上という観点から、現在の経営者に引き続き経営を委ねるべきか否かの判断を行うことが基本的な任務である」と書いてあって、これはその通りだと思う。ただ、現状としては、執行部を評価するのが自分たちの役割だということが社外取締役の方にあまり認識されていない。実際問題として、社外取締役が執行部を評価しようと思っても、どうやって評価したら良いのか分からないし、多分資料もない。例えば、KPIがどのくらい達成されたかとか、こういうことが上手くいったけれども、こういうことは上手くいかなかったとか、そういう判断材料が適切に示されて、それに対して、今の経営陣はよくやっているかどうかということの評価することが取締役会なり委員会で行われることが是非必要だと思う。

だが、今のドラフトの第2章のところでは、後継者の指名の話は盛り込まれているが、現経営陣、執行陣がどのくらい適切に運営しているかを評価するための具体的な行動の在り方が欠けているように思えるので、是非その点を加えてもらいたい。

- 【伊藤委員】 アンケートの23ページについては、もう何人もの委員の方が触れ、かつ直前で松元委員も触れられていたので、長々と言及するつもりはないが、このアンケート結果は、冒頭、佐久間委員も言われたように、やはり驚きを禁じ得ない結果だと思う。

選択肢の設け方にもよるのだろうと思うが、これをある種のファクトだとすると、多少大げさな表現になるかも知れないが、日本におけるこの何年間かのガバナンス改革は何だったのだろうか。ガバナンス改革を始める前の状況が、どちらかという株主を除くステークホルダーのことを考えてということで、日本の企業が動いてきた。この結果を、とりわけ海外の投資家が見たらどういうリアクションをするのだろうか。もちろんびっくりすると思うし、場合によっては失望するかも知れない。これはある種のファクトのことなので、これについてはあまり述べるつもりはないけれども、例えばこのアンケート結果と今回の指針がどのような関係づけになっているのかというのが分からない。太田委員も言われたように、インタビューでの発言で、一番最初に困みで出てきたインタビューの内容が、そういう意味では、かなりこれに警鐘を鳴らすような位置づけになるわけだ。だから、アンケートの

結果をどう読み込んで、それと全部きちんと対応する必要はないと思うけれども、それとの関係で指針がどのようなメッセージを骨太で発することができるのかということをも是非考えていく必要があると思う。

2つ目は、全体的な印象だけでも、社外取締役の役割、期待、行動について、このぐらい網羅的に書き込まれた指針というのはすごく画期的なことだと思う。とりわけ第1章の心得の5つは出色で、非常に印象深いものもある。私自身も暗黙知的に大事にしてきたものと重なるところも色々あるし、それを言語知としてこのように書き込んでもらったというのは大変結構なことだと思う。

それとの関係で言うと、各インタビューを受けた方の発言内容が、やはりリーダー的な役割を果たしている方なので、かなりインプレッシブである。そうすると、この指針を見た社外取締役、あるいは会社経営者の方が、どちらかという指針の本文よりは、こちらのインタビューの方に印象づけが行われてしまうと、少し違うかなと感じる。だから、インタビューの配置は、指針の中に入れ込むわけだから、インタビューがどのような影響力を発するのかということにも配慮したほうが良い。

それから、これは事務局にも事前に述べた点ではあるが、このような指針を出すときには、現状に対して重点移動と言うか、こう変わっていくのだということを強く打ち出すために指針を出すわけだが、私自身も社外取締役としてボードの末席を汚して、もう少しバランスを取ったほうが良いかなと感ずることがある。

確かに重点移動としては、中長期のテーマ、中長期の経営戦略、中長期の経営計画に時間を割いていこうという流れは非常に良い流れだと私は思っているけれども、それが行き過ぎると、日々の取締役会で議論すべき多少ルーチン的な議題がみんな取締役会の議題から外れてしまい、そうすると、社外取締役の皆さんの現実感が薄れてしまうということもあると思う。ある種の作用と反作用だと思うが、バランスを取り過ぎればメッセージ性はなくなってしまいが、やはりもう少しバランスを取ったほうが良いのかも分らないと思っている。

先ほど後藤委員が、社長・CEOの解任基準というのはちょっと強いのではないかと言われていた。私もそうだと思うが、実際に社外取締役をやっていて、解任というのは非常に激烈な面があり、言うまでもないが、解任の議論をするのはすごく難しい。そうしたときに、解任基準をあらかじめ作っておくというのは、その基準で、このCEOは解任だ、解任ではないという議論をするのではなくて、そのような議論の入り口として解任基準を作っておくと、入り口に入りやすいという効果はあると思う。かつ、解任基準を作って

において、CEO もそれを見ながら、このようになると自分自身に対する評価がネガティブになるのだということを、あらかじめ自分自身にとっての種の警鐘として捉えておくという点では必要なのではないかと思っている。

それから、ここは非常にバランスが取れていると思うけれども、監督ということを強調してしまうと、どうしてもニュアンスとしてはブレーキ役という守りの方が出てしまうので、成長のための監督、成長のために背中を押すというような監督もあるということを謳ってもらいたい。

この指針はもちろん社外取締役を直接のターゲットにしているわけけれども、CEO や社内の取締役がこれを読んだときに、どのように自身のビヘービアを変えていくのかというような読み方もするだろうと思うので、そのような視点も入れておく方が良いのではないかと思う。

- 【中村委員】今回まとめてもらって、上手くまとまりつつあるような印象を持った。先ほど来、議論がある中で、2点ほど申し上げたいと思う。

まず、1点目は、会社法の改正により数値基準が設けられ、これに沿って社外取締役を増やすなどしてきているが、実際には形骸化していると評価されているので、社外取締役の役割だとか、その活動に繋げていくといったことが今回のアンケートでは出ていないようにも見える。「はじめに」というところに、役割であるとか活動の強化に繋げていくことを入れたら良いのではないか。

2点目は、今回のドラフトには、心得が1から5まで記載してあるけれども、私は、心得1が一番最初に来ていることに違和感を持つ。これは、先ほど佐久間さんが言われたような制度上の役割と期待と一緒に表現されているからこうなるのかと思うけれども、経営者の評価、それから交代を主導することがあるということは非常に重要だと思うが、最初にこれが来るというのは違和感がある。

取締役の活動の目的も、執行陣の目的も、また従業員の目的も、同様に持続的な成長と企業価値向上にあると思う。それは資料3の6ページ、7ページにあるように、何のためにコーポレートガバナンス改革をしてきたのかというスタートのところからずっとそれが繋がってきている。経営者を評価したり交代させたりする前に、その目的を果たす活動を取締役が行っていることが大前提だと思う。経営者も、株主も、従業員も、この目的の実現を目指していて、取締役がやるべきことをきちんとやってからこの評価ができると思う。したがって、心得2が1番目に来た方が非常に自然な感じがする。

第2章には、社外取締役としての具体的な行動の在り方が記載してあるが、第2章の流れは、心得の1、2の順番と合わない。2.4.1に「事業ポー

トフォリオの見直しについて、取締役会での議論を促す」ということが記載してあり、ポートフォリオの基本方針は、単に執行を監督するだけでなく、主体的に決定すべき事項と規定している。

第2章では、社長の評価とか解任の内容については3.2の位置づけだし、先ほど松元委員が言われたように、文章の量も10行しかなく、非常に少ない。それなのに心得の1番目なのかと思う。

4.2では、社外取締役は独善に陥るリスクがあるとも言っており、1番目に社長の交代の話から入ると、初めて社外取締役に就任した2~3年目の人が2,000人もいる中では、誤解を生じさせるのではないかと危惧する。心得1で、経営者の交代を主導することも含まれるとあるけれども、経営に対する責任を持つという観点から考えると、社外取締役がその結果に対しても責任を持つんだという意識の下で活動することが重要だということも加えた方がよい。経営者の交代について言いつ放しで良いとすると、先ほど出たような独善に陥るリスクもあるので、そういった内容を織り込んでもらえればと思う。

また、それぞれのインタビューの内容を見ると、人によって、社外取締役の役割は経営者の交代を主導することが一番大事だと言っておられる方がいる一方で、真逆の話を言っておられる方もいるので、上手くまとめないと、想定外の結果を招くかもしれないという危惧を持った。

- 【宮島委員】まず1つ目は、大場委員も提案されていたが、イギリスのコーポレートガバナンス・コードの改訂で、企業の目的についての再検討が進んでおり、これを反映させるというのは1つの考え方だという意見があった。これは私、基本方向は賛成であるが、企業の目的を新たに企業ごとに再設定していくというのは非常に大きな問題になってくるので、慎重な考慮が必要かなと感じた。

2番目は、やや大きな問題なのだけれども、コーポレートガバナンス・コードで、この指針で、社外取締役を形式的なものから実質的なものにしていく場合の1つの眼目は、リスクを取る経営を社外取締役を通じて促進することにある——この見方自体が合意されているか否かには問題が残るが、——仮にあるとする。その上で、資料4の27ページは、経営上のリスクを促す観点というのがだんだん社外取締役に内面化されてきているというのが窺われるけれども、28ページを見ると、なかなかリスクイク促進というのが進んでいないような感じがする。

そこで、この報告書の中でリスクイクを促進すべきだということのをどれくらい強く言うかという点は判断して、どの程度のトーンで書くかという

のは決めて書いたほうが良いのではないか。そこがあまりはつきりしないような気がする。

仮に、リスクテイクの促進がコーポレートガバナンス改革で社外取締役の形式から実質への重要な論点、中心をなすとすると、リスクを社外取締役が促進していく場合に、どういう経路が考えられていて、それをどういう形で促進していくのか。現状、どうであって、今後どういう指針が考えられるのかというのを明確にした方が良いのではないか。

一般的にはリスクを取る経営というのは2つ考えられると思われる。1つ目が、主としてモニターに関連することなのだけれども、理論的にはしばしば言われる点は、社外取締役が的確に経営者をモニターしていると、外部環境で非常にリスクが高い投資プロジェクトをやって上手くいかなかったのか、それとも、努力水準、あるいは計画が悪くて上手くいかなかったのかを適切に識別できるから、安心して経営者がリスクを取れるという理論的な想定だと思う。

それと同様に、報酬についても、リスクを取ることを促進する報酬体系というのがあり得ると思う。その意味で、社外取締役が報酬を業績感応的にするとか、経営者の交代の局面で機能を発揮してリスクテイクを促進するというのが1つの経路として想定されているのだったら、それが分かるように書く必要がある。

他方で、もう1つのリスクの経路というのは、助言を通じて、議論で言うと、経営者の後押しをするような形で、積極的な投資を行っていくという経路だと思う。その点については、資料5の2章のところで、事業ポートフォリオの議論等で、取締役会での議論を促すと記されている。もしそれが重要な助言で、背中を押すということであれば、事業ポートフォリオのみにとどまらず、R&DとかM&Aとか、そういうことも積極的に背中を押していった方が良いという内容だと思う。そういう意味で、リスクを取る経営を社外取締役を通じて後押ししていくのだとすれば、このところを少し充実させていくことが重要な論点かなと思う。

3つ目は、社外取締役として機能を果たしていく場合の1つの重要な側面として、現状、例えば配当政策とか、自社株買いとか、現預金保有とかという一連の財務政策で、株主の利益と企業の内部者の利益が明確に対立する側面があると思う。そのような側面での的確な判断を下していくというのは社外取締役の重要な役割だと思うので、取締役の実効性を高めるための働き方のところでこれを付け加えるかどうかを検討しても良いかなと思う。

最後の点だけれども、投資家との対話、IRへの関与ということで、社外取締役に投資家との対話の中心を担ってもらうという提言は非常に重要な提

言だと思う。ただ、1つだけ、提言では、社外取締役は社内の意見と対立している部分もあるので、なかなか意見を言いづらい側面があるという点を指摘しており、そのこのところの姿勢が定まらないようなところがある。もし社外取締役が IR で積極的な役割を担うとすれば、取締役会で議論した結果を、あるいはこれから議論していこうという内容を投資家に説明するということが中心になるから、取締役会の一員として投資家と対話するということになるので、内部での意見対立を配慮してのような部分は、むしろこのところでは削除した方が良いのではないかなという印象を持った。

- 【翁委員】3点ほど申し上げたい。

1つは、このアンケート調査で、やはりマネジメント型の会社がかかなり多いと感じた。数年前に、指名委員会、報酬委員会の重要性というのは、法定の指名委員会等設置会社だけでなく、他の監査役設置会社等でも任意の形で作って入れていこうという動きになっているにもかかわらず、そこでの意識の改革というのがまだ進んでいないのだなという感じを受けた。

その意味で、指名委員会や報酬委員会における議論をより実質的なものにしていく必要があると思う。実際、監督というときには、取締役会の役割が非常に重要であるので、仮に任意の指名・報酬委員会であっても、取締役会の構成などに関しても、しっかりと意見を言って、監督重視の体制を作っていくというような方向で考えていくことが大事ではないかと感じている。

それと関連する話なのだけれども、やはりアンケート調査で、先ほどから23 ページで株主のためになっていないということに加えて、41 ページに、社長からの指名で社外役員になっている方がすごく多いというのがあった。これも以前のコーポレート・ガバナンス・システム研究会で確か神作先生が言われていた点だと思う。独立性のところでも少し書いてあるけれども、社外取締役のポートフォリオや社外取締役のサクセッションについても、社外役員自体がもう少し能動的に考えていくとか、社長が決めているということだけでなく、そこについても関与していくというようなプロセスを少し入れていったらどうかと感じた。

最後に、心得2だが、社外取締役が長期的な戦略について考えていくことは本当に重要なことだと思っている。ただ、まず執行、CEO が持続的な成長についてしっかりとした経営戦略を考えて、共にそれを議論して検討していくということではないかなと思う。ここでしっかりと、そういった趣旨が活きるような形で、CEO のリスクテイクや長期的成長への投資などをサポートしたり、執行と共にやっていくというような文言が入った方が良いのではないかと感じている。

- 【塚本委員】まず、資料4の15ページ～21ページのアンケート結果が興味深いと感じている。翁委員が言われたとおり、マネジメント型の考え方がまだ大分強いという点もあるが、さらに、社外取締役の役割について、会社側の期待する役割と社外取締役自身が考えている役割との間にギャップがそれなりにあるという点が非常に興味深いと感じている。

佐久間委員が冒頭言われたように、社外取締役の役割には色々あるので、人によって、また、会社によって、期待する役割が異なるのは確かである。ただ、指針を出す以上は、どのような役割でもいいということではなく、社外取締役の機能の実効性を高めるためには、1つの方向性を示すことに意義があると考えられる。そのような観点からは、資料5の心得1で方向性を明確に打ち出しているのは非常に意味があると感じている。

資料5の心得1では、社外取締役の役割とは経営の監督であるという方向性が示されている。ただ、そもそも論として、社外取締役の役割も、それ自体として存在するわけではなく、その大前提として、取締役会の役割があるはずであり、そのような取締役会の役割を果たす上で求められる社外取締役の役割とは何かということが問題となるのではないかと思う。そのような観点からは、指針が想定する取締役会の役割とはどういうものなのかということも記載し、その上で心得1を記載した方が、理解しやすくなるのではないか。社外取締役の役割の捉え方だけでなく、取締役会の役割の捉え方も、人によって、会社によって色々あり得るところだが、指針を正しく理解するためには、取締役会の役割についても指針の考える1つの方向性を打ち出す必要があると思う。

その関係では、指針が想定する取締役会の役割は、監督型・モニタリング型ではないかと理解している。先ほど太田委員が言われたように、執行と監督の分離をそこまで打ち出して良いのかというご意見もあるかもしれない。しかし、資料3の39ページを踏まえると、指針の位置づけとしては、コーポレートガバナンス・コードを補完するものとして理解される。私個人の理解としては、コーポレートガバナンス・コード自体が既にモニタリング型に舵を切って、上場会社に対してそのような取締役会を求めているので、それを補完する指針において取締役会の役割を曖昧にする必要性はないのではないか。せっかく心得1で社外取締役の役割を明確に記載するのであれば、さらに、その前提としての取締役会の役割も明確な考え方を打ち出したほうが良いのではないか。

この点に関連して、取締役会の役割に加え、指針が想定している取締役会の構成もある程度打ち出したほうが良いのではないかと思う。先ほど三笥委

員が言われたが、ある会社に、コーポレートガバナンス・コードの求める最低2名の社外取締役が置かれているとして、全体として取締役が十何名いる場合に、そのような中で、社外取締役が心得1に書かれている監督の役割をどこまで実効的に果たすことができるのかという問題がある。さらに、個人的には、コーポレートガバナンス・コードも、早晚、社外取締役を取締役総数の3分の1とすることを求めるように改訂されるのではないかと予想している。その点も踏まえると、指針が想定している取締役会の構成について、社外取締役が取締役総数の中である程度の割合を占めているものであることを、取締役会や社外取締役の役割とともに記載した方が、読み手にとって受け止めやすくなるのではないかと感じた。

ところで、資料5の心得1の12頁で、「社外取締役が行うべき『経営の監督』について」という記載があるが、その6行目で「具体的には」と書かれている部分が、果たして社外取締役に期待されている監督の中核的な部分なのかというのが気になっている。この記載は、モニタリング型というよりはマネジメント型のような書き方のような感じもする。先ほど松元委員が言われたような点が、まさに監督の中核であり、その点は既に9ページ~10ページに記載されているので、それと同じことを12ページに書くのは避けたほうがいいのかもかもしれないが、仮に書きぶりを変えとしても、「社外取締役が行うべき『経営の監督』について」の項目における説明が、監督の本来の意味合いから外れてしまうことも避けるべきである。ブレーキの話ではなくアクセルの話だということ自体はそのとおりだと思うが、想定している役割が9ページ以下に記載されていることと齟齬することがないようにする必要はある。

次に、私は少数派かもしれないが、心得3で、経済的な独立性が重要であるということ、ここまで強調して記載して良いのだろうかということを感じている。というのは、先ほどの太田委員の発言と関連するが、個人的には例えば常勤の社外取締役——常勤の社外監査等委員も含まれるが——は、情報量が多く、かつ、執行からの独立性もあり、非常に有用な類型の一つであると思っている。

他方で、そういった方は、常勤者であるので、経済的な独立性は弱いということになるのかもしれない。しかし、それをもって直ちに、常勤の社外取締役の有用性が否定されてしまうわけでもないと考えている。そのような観点からは、この経済的な独立性が重要であるという点の書きぶりは、もう少し異なった記載とすることをご検討いただければと思う。仮に経済的に依存している場合であっても、いざというときには辞任するという覚悟を持って意見を言えるような人物が就任すべきであるというように、経済的な独立性



が弱い場合でも社外取締役として起用される余地がある記載としていただけると良いと思った。

そこで想定されている取締役会の位置づけも、モニタリング型の実務取締役会とはギャップがあるように思う。すなわち、そこでは、社外取締役を選んでいるのは社長であって、その社長に盾突くと首を切られるかもしれない、ただ、経済的な独立性があれば、いつ首を切られても痛くはなく、したがって、社外取締役は、言いたいことも言えるということにつながっているように感じる。果たしてそれを前提にして良いのかということである。モニタリング型の実務取締役会であれば、社外取締役が多数を占める取締役会が社長を選んでいる、社外取締役が社長に選ばれているわけではないという発想になるのではないかと思う。したがって、社長に選ばれている社外取締役を前提として、だから経済的独立性が特に重要なのだということであるとすると、個人的には違和感を覚える。

最後に、第2章については、社外取締役の役割を踏まえて、その役割に沿う形で、具体的にどのような行動があるかという話と、心構えや環境整備の話が混在してしまっている印象を受ける。役割についても、指名・報酬の役割や後継者計画の監督の役割の記述が少し薄い面もある。例えば2.1のアジェンダセッティングも、社外取締役の役割を踏まえると、まずは、2.1.2にあるような中長期の経営戦略に関する議論を増やすよう求めるべきということが出てきて、そうすると、議案の厳選を求めるという2.1.1の話が出てくるように思う。

また、そのような環境整備のために議案を厳選すべきであるという話が書かれている一方で、厳選して何を議論すべきかという話が、飛び飛びで、2.4で事業ポートフォリオの議論や3で指名・報酬の話として書かれており、そのあたりももう少し整理したり、役割に応じた話をもう少し厚く書いたりした方が、第1章との繋がりも分かりやすいのではないかと感じた。

- 【青委員】私からは3点、意見を述べさせていただきたい。

まず1つ目だが、アンケートの中で、なかなか取締役の意識が株主のほうに向いていないということであるとか、取締役会の中で、時間としても、経営戦略や経営陣の指名・報酬に割かれる時間が年間で5時間程度しかないとか、なかなか上手く意識が良いところに行っていないのではないかと、というのがまず感想だ。

そうした原因が社外取締役の心意気だけの問題なのかということと、その前にある、経営陣がどう取締役会を活用したいのか、社外取締役にどのように活躍してもらいたいのかといったところから、既にずれがあるように思われる

ので、そうしたことを指針の最初のほうで触れた方が良い。

例えば、第1章の前説のあたりで、まず経営陣がやるべきこととして、取締役会が十分その監督機能を果たすということを真に意識する必要があり、それを出発点として、取締役会の構成や人選、どういう機能を担ってもらうかについてきちんと考えていくということがまずあって、その上で社外取締役が活躍するという話ではないか。したがって、そうしたことはそもそも経営陣がやらなければいけないのだということにも触れた上で、社外取締役が、指針のそれ以降のところ述べているような役割を果たしていくのだということを書いておけば、経営陣に必要なことを社外取締役が求めやすいということになるので、そういうことを前説のあたりで入れたら良い。また、第2章の4や5.3の実効性評価や経営者とのコミュニケーションといったフィードバック関係の箇所でも、そうしたことを経営陣にきちんと考えてもらいたいということを投げかけられるように、そうした点にも触れておくと良い。

2点目として、資料5の心得1のうち、社外取締役が行うべき経営の監督に関しては、マネジメント型の実効性評価の取締役会であったとしても、監督機能を併せ持つことは必須と考えており、したがって、経営の監督ということをしかりと書いておくことが重要である。

そうした中で、監督というのは上から「駄目駄目」といった監督ではなく、翁委員からもあったように、前に向かって進んでいくという方向感が大事だ。したがって、社外取締役から経営陣に対して必要な働きかけを行っていくとか、経営陣にコメントしたり質問をしながら、経営陣にきちんとした基本観に沿ってやっているのだということを説明してもらうといったことで、経営陣と社外取締役の目線を合わせて、前を向いて、一緒により良い方向にしっかりと進んでいくように持っていくことが一番大事であり、そのようなトーンが出ると実際のコミュニケーションが上手くいくのではないかと考える。

3点目が、心得2における、ESGやSDGsを含めた持続可能性を意識した経営についてであるが、ここは私も後藤委員と基本的に同じような考え方であり、最近、「収益を無視して良いのだ」という方向に使いたいときにESGやSDGsが使われるようになってきている状況のように思われる。したがって、本当の意味での中長期の企業価値の向上に繋がるといったことがまずベースになるということにしっかりと触れるのが良いと考える。

また、長期的に収益力を持続的に高めていく中でEとかSといったことに対する配慮が必要ということであろうし、Gについても、そうしたことを継続的にやっていくときに、ベースとして必要となる仕組みだということを示していくのが良い。また、持続的な成長といっても、低いレベルでは企業を持続的に発展させることはできないので、資本コストを踏まえて十分に収

益力を高める経営を行っていることを社外取締役がウオッチしていくということであることを示すのが良い。

- 【小口委員】今回の研究会のテーマは、コーポレートガバナンス改革を形式から実質に変えていくこと、実質が伴っていない状況からどのように実質を深めていくことで、それが日本の企業の収益性を上げていくことに繋がるということと認識しており、なぜ実質が伴わないのかという点については、企業側の問題、つまり企業側の経営品質の向上という側面と、社外役員側の問題、経営品質を上げるために備えておくべき社外役員としての資質・能力の向上という両側面から整理する必要があると考える。

前者の企業の経営品質の向上という側面については、仮にいくら社外役員の方が優秀であったとしても、例えば、企業側がビジネスプランをまともに作れない、リスク評価をしようとしても適切にリスク認識ができていない、収益性が悪い事業を抱えていても、その事業が収益性が悪いかどうかすらも分かっていないなど、企業側の経営品質が十分でないということがあれば、そういう問題に対して、社外役員がそのような企業の経営品質をいかに上げていくかということは、やはりクリアにすべきであり、1つのポイントになるであろうと思う。

このような観点から心得を見てみると、例えば社会環境の情勢や変化をしっかり踏まえた第三者としての客観的視点からビジネスプランを評価しているか、仮に経営者としての能力・質に問題があるということになれば、経営者の能力評価としての心得1で挙げられているような、選任、解任という話が出てくるのであろうという意味において、心得1と2というのは、どちらかと言えば、企業側の経営の品質を上げるという観点からの社外取締役として取り組むべき指針として整理されるのではないかと考える。

次に、社外役員側にも社外役員としての意識、資質という課題があるとすれば、それらをどのように上げていくかという観点からの指針が、ここに挙げられているだけでは十分であるとは思わないが、心得3とか心得4ということになるのであろう。

では、心得5は何かというと、よく分からないところで、社外取締役の役割として、監督が重要であるということは当然の話である。即ち、心得1、心得5は社外取締役としての果たすべき役割、心得2は役割とその能力、心得3や心得4はどちらかと言えば、そのアプローチの仕方といったように、やはり位置づけが整理し切れていないのではないかという印象を受ける。

社外役員の側にどのような要件が求められるかといえば、経営陣から独立していること、経営陣とコミュニケーションを図れることなど色々あるが、

社外役員として企業の経営を理解するための時間や、そもそもの社外役員としてのアベイラビリティという課題も以前から認識されていたかと思うし、企業経営を評価する者としての専門的な知識・能力を有していることや、その上での報酬の問題も確かに 1 つの要素として挙げられるべきではあるが、これら両側から問題を認識した上で心得を整理していただくと、非常に分かりやすいものになるのではないかと考える。

- 【藤田委員】もう多くの委員から色々指摘されていることと、共通する点多いので、できるだけ手短にしたいと思うが、文章の基本的なメッセージがおかしくならないように、はっきり伝わるような工夫が必要だと思う。

資料 4 の 23 ページのアンケートは、伊藤委員がかなりショックを受けられたという発言があったと思うが、私も「えっ」と思ったような資料である。こういうことを少しでも改善したいということであれば、それがはっきり伝わるような用語の選択や書き方を工夫する必要があると思う。

心得の書き方としても、ポジティブな書き方のみならず、例えば、裏から、このように言われていることは、このように思われている節があるけれども、いや、そうではないのだというような、ネガティブな方から釘を刺すことも必要に応じてした方が良いのかもしれない。

そういう視点から、心得の 1 と 2 と 5 について簡単にコメントしたいと思う。

まず心得 1 は、経営の監督が一番重要な役割であるということ自体は良いし、これが最初に来ても構わないと思うが、監督という言葉が常にミスリーディングで、ブレーキ役のようなイメージを期待される、そうなりがちなことが気にはなる。

宮島委員からリスクをきちんと取る経営、しがらみにとらわれて決断できないときに後ろから背中を押して、リスクを取らせるような役割も必要であり、また社外取締役の重要な役割だという指摘があったかと思うが、もしそのような視点を入れるとすれば、やはり監督という言葉が変な誤解を招かないようにする工夫は必要だと思う。資料 4 の 27 ページを見ると、リスクの管理といった表現で、多分これはブレーキ役的な話を考えていると思うが、こんな発言が多くなっているというのが非常に気になるころではある。

きちんとリスクを取ってリターンを求める経営をしているかということ自身が監督の対象であって、それをしていなければ、それはネガティブに評価されて、選任や報酬で考えるということを含めて心得 1 にいう「監督」の意味だと思うけれども、それがはっきり伝わるかどうか、今の書きぶりではかなり心許ないような気がしている。

心得1から少しずれるけれども、リスクを取るということに関して、宮島委員から指摘があった重要な点で、助言というルートもあるという指摘があった。それはそのとおりだと思う。ただ、それをどこまで書くか、あるいはどこで書くかということに関しては、そもそも今回の文書の中で、助言機能というのをどこまで積極的に取り込んで書き込むかということ次第であり、よく考える必要がある。助言機能がちゃんと位置づけられるのであれば、そこに今の点も書き込めると思うけれども、現在のところ助言機能については、この報告書にはうまくはまっていないようなところがある。

社外取締役全てに期待される機能と、特に助言機能を期待されて選任された社外取締役だと状況が違うのかもしれない、個々の取締役の属性を踏まえ特に会社から期待されている機能がある場合、当然、社外取締役はそのことを自覚して、その機能を果たすように留意すべきなのであるが、そういった点をどこまでこの文書で書き込むかというのは、後でさらに検討してもらえればと思う。

それに続いて、心得2についても、これはまた非常に気になるところがあって、言葉にとらわれ過ぎと思われるかもしれないが、「客観的な立場で」という表現が使われている。これはひょっとすると、この文書のメッセージ性を非常に阻害する危険もある用語かもしれないので、削れとは言わないが、ここの意味ははっきりさせる必要があると思う。

客観的な立場ということが書かれている2段落ぐらい下を見ると、「取締役会において会社の経営戦略を検討・策定する際、社外取締役が、社内のしがらみにとらわれない客観的な立場」と言っていて、客観的という意味が、社内のしがらみにとらわれない、社内のしがらみから独立だということの意味しているのであれば、内容的には私は異論がない。しかし、客観的というと、投資家、株主からも独立であるといったように捉えられやすい、受け止められかねないところがあり、そうすると一部の委員から指摘のあったような懸念がでてくる。

資料4の23ページで、投資家を除くステークホルダーの利益を守るということを第一に掲げる人が非常に多かったという結果がでていますが、客観的な立場という表現が、こういう発想を一層後押ししかねないような懸念を持っている。またESG投資などについて文書の中で言及していることが、なおさらその傾向を強めるような気がして、気になるところである。客観的という言葉は使わない方がよいような気もするが、使うのであれば、いかなることを意味しているかがはっきり分かるように、それで変に株主の利益あるいは投資家の利益ということから離れた判断をして良いというように取られないような工夫が必要だと思う。

最初の方で、株主目線が強過ぎるという声があったかもしれないが、メッセージ性としてそこが重要であるし、むしろ今言った「客観性」という言及を含めて、その目線が弱くなっているような印象すら私は受けている。

心得5の利益相反の監督は重要な責務である。これも異論の余地はないところなのであるが、ここでも、その直後の説明のところで、独立的、客観的な立場から妥当性を判断するという表現になっている。この辺りも表現だけかもしれないが、やはり注意して、言葉遣いも含めて誤解のない書き方にしたいと思う。

利益が相反している場合、経営陣、支配株主と利益が対立しているとき求められる役割は、すべての利害関係人から中立的な立場ということではなくて、利益が相反して害されるステークホルダー、典型的には一般株主の利益を守るという意味での監督になるはずである。「M&A 指針」などでははっきりしていて、客観的、中立的な正しいものを求めるというのではなくて、一般投資家の利益を代弁しているのだとはっきり書かれていたと思う。

少なくとも心得5との関係で言うと、客観性という言葉をあまり使うと、心得2とあわせて非常にミスリーディングなメッセージになりかねないと思う。利益が対立した場合の行為規範というのは、対立して疎かにされる利益を持っている人の代弁者、それに近い立場でないといけないはずであるので、この辺りも心得2と併せて、メッセージが間違った方向に向かないように注意してもらえればと思う。

ほとんど表現だけの問題に終始しているようなのだけれども、受け止められ方というのは非常に大切なもので、今回のアンケートでも非常にその点を感じるから、特に指摘した。

- 【大杉委員】2年ぐらい前のCGSガイドラインの頃であれば、取締役会がマネジメントの方に重点を置くか、モニタリングの方に重点を置くかというのは、会社ごとの違いがあり得るけれども、取締役会が専らマネジメントに特化して、監督機能を一切果たさないことは許されないというのが社会的な合意であったように思う。

それに比べると、今回の社外取締役の心得や具体的にすべき事柄は、監督の方にかなり踏み込んでいる内容になっている。それと先ほど述べた企業によって比重の置き方の差を認めるという考え方とは両立するのか、それとも、少し塚本委員が言われたけれども、経産省の実務指針としてもモニタリングの方に舵を切っているのかという部分について、私は舵を切るという考え方もあり得ると思うが、少し整理しておいたほうが良いのかなというのが1点である。

もう1点は、それと関わるけれども、社外取締役がガバナンスに関わっていきたくない、しかし、会社側はそれを望んでいないという会社が実際にあったときに、社外取締役は果たしてガバナンスに関して自分のアイデアというのをどこまで会社に対して提案できるのか、それをどこまで受け入れる義務を負っているのかということについて、少し法律論を詰めておく必要があるような気がしている。

今回の実務指針で、第2章は社外取締役の側、第3章は受け入れる会社の側の行動規範を定めていて、第3章が現状少し薄くなっているということなのであるけれども、社外取締役が適切に役割を果たすことと、社外取締役の役割に関する記述を会社側で受け止めて、支援していくという話は表裏一体で、会社側の責務の部分が現状はちょっと見えにくくなっている。例えば費用負担の問題など、少し狭い部分に話が偏っているような気がする。そもそも会社法上、社外取締役がどういう職責と権限を持っているのかということについて、自分も考えてみたいと思うが、次回以降、議論できればと思う。

- 【神作委員】手短に2点、発言したい。

第1は、株式会社の基本的な構造として一番重要なことは、前説にきちんと触れられていると思う。前説では、社外取締役は株主からの付託を受けて経営を監督する役割だと明確に記載されている。ところが、多くの委員の方から意見が出されたように、「株主からの付託を受けて」という部分が、ガイダンス全体を通じてややはっきりしなくなっているような面が見受けられるように思われる。

そこで、具体的な提案が2つある。もし可能であれば、例えば経営の監督にしても、あくまでも株主から付託されて行うべきであることを心得に反映させることはできないか、というのが第1の提案である。

第2は、投資家、特に機関投資家との対話に関して、重要な株主が対話を求めてきたときは、社外取締役はまさに株主から付託を受けているわけであるから、それに応じる義務があると思う。英国のコーポレートガバナンス・コードなどでは、取締役は重要な株主から要請があれば、対話に応じなければいけないということが定められている。株主、特に重要な機関投資家の意見をきちんと聞くべきであるということは、もう少し明確に打ち出してはどうか。

株主との対話の中でおそらく色々な話が出てくると思う。私は実務には疎く、文献を通じてしか知らないが、文献では、諸外国では機関投資家と会社との対話の中で第一に話題になるのは、取締役会の構成であるということだ。

翁委員が指摘されていた点であるけれども、社外取締役がやや受け身、受動的な印象を受ける。しかし、取締役会の構成をはじめとして、機関投資家から得た意見をどのように取締役会や経営者に伝えて、反映していくかといった点について、より能動的な役割があるということを記述できれば良いのではないか。

- 【小林委員】数点申し上げたい。

まず、求められている役割がマネジメントなのかモニタリングなのか等々含めて、議論は多種多様だし、会社の水準や社外取締役の資質も玉石混交、まさにピンからキリまでである。したがって、一定程度クラス分けして議論していくべきではないか。例えば、監査役会設置会社と監査等委員会設置会社と指名委員会等設置会社とでは、基本的な内容、在り方が大分違うような気がする。また、まだ指名委員会等設置会社の割合が10%にも満たないという日本の現状ではあるが、実務指針案の一部には、指名委員会等設置会社的なストラクチャーでないとなかなか対応できないような印象を強く受ける記述があるし、一方では、従前の監査役会設置会社的なところにフォーカスしたような文章も見受けられる。やはり、これら3つのクラス分けをした上で指針の執筆ができないものかというのが一点目である。人物を描くのは大変難しいことであるが、法人を描くのも色々あるわけで、もう少しピンキリを分かりやすくした描き方ができないものかなと感じる。

次に、先ほど伊藤委員からもCEOの解任について御指摘があったが、こういうコロナのような時代にあっては、みんな一様に駄目なのだからどうせ駄目なのだという極論があるかもしれないし、当然、業界による違いも大分大きいわけだけれども、やはり基本的に定量性を持った、TSR、成長性、ROE、ROICといったような形で、何らかの基準があることが非常に重要だと感じる。

それと、細かい話であるけれども、社外役員だけで議論をやるべきだとか、大分詳しくこの辺のコミュニケーションの方法論が書いてある。コミュニケーションを取る色々なツールの1つとして、社外だけのミーティングがあってももちろん否定するものではないが、この辺りの書き方がちょっと一方的になってしまっているのではないか。監督、執行の役割分担の在り方は色々だし、例えば、監査委員を務める執行ではない社内取締役なども存在しているわけなので、社外役員のための議論だけを殊更特筆するより、社長と社外取締役の議論とか、非執行系の社内役員と社外取締役のミーティングとか、そういったカテゴリーの多様化、議論の実質化こそが重要なのではないかと思う。



最後に、今、神作委員からもお話があったけれども、マーケットとの対話はやはり社外取締役のひとつの重要な役割だと思う。ディストレス投資家やアクティビストを含めて、海外投資家は社外取締役との対話を強く求めてきている。彼らに対話の中で要求してくることは皆基本的に非常に似ていて、バイバックしろだとか、社長以下にしっかりエンジンを下げるため報酬委員会で TSR ベースの報酬制度を作れだとか、コングロマリット・ディスカウントの解消のためにポートフォリオ・トランスフォーメーションをしっかりとやれだとか、ほとんど定型的と言ってもいいくらいである。それと、ESG なりコンプライアンスなりをしっかりとしろという要求だ。そういう声に社外取締役はもっと積極的に対応することが必要なのではないかと思う。海外の株主は日本の取締役の説明責任に対してかなり本質的なフラストレーションを感じているという気はしている。

- 【寺下委員】まさに伊藤委員が言われたように、魂を入れるというのがこのコーポレートガバナンス改革なのであるが、資料4の23ページは本当に驚いた。今小林委員が言われていたように、今、アクティビスト全盛期の、世界でも日本が最も狙われている国である。そこでアクティビストがこの23ページを見たら、全く分かっていない社外取締役よりも自分たちが要求する社外取締役に代えようと、そのような形になってしまう。

社外取締役としての責務とか責任、中村委員のお話にもあったが、社外取締役の言いつ放しは問題であると示したい。神作委員が言われたように、社外取締役が取締役として、株主の付託を得て選任されたところを強調し、かつ、アメリカ企業のコーポレートガバナンス・ガイドラインの中で各社が示しているように取締役の責務と責任は、自身のスキルと就任時の社会的立場から判断されることを冒頭で記載して頂きたい。

- 【武井委員】皆さんの言われていることと変わらないが、社外取締役の役割として、取締役会の構成員のうち、取締役会の中で執行を管理している人と執行を管理していない人がいて、執行を管理していないのが社外取締役である。それで、翁委員も言われた「執行と共に」というところに絡むが、執行を管理している方と執行を管理していない人がきちんとワンチームで、取締役会の中において、間接民主制をちゃんと徹底させる意味できちんと議論を尽くす。外から言われる前に、中できちんと議論を尽くしておく。他方で、中で議論をちゃんと尽くしたのであれば、社外取締役もワンチームで外に対してもきちんと経営の正当性が言えるという役割を担う。こうした流れが重要だと思う。内部で色々な緊張関係も必要だと思うけれども、最後の最後は、

執行と共にワンチームで外に対して経営の正当性を示すということも重要で、この点も書かれているとは思いますが、わかるようにしておいた方が良いでしょう。

今の話は、マネジメントモデルなのかモニタリングモデルなのかとは、あまり関係ない話になると思う。

また、実態として取締役会の中で厳しい議論というか、詰めた議論がどのくらいできているのかという話で、社外取締役でもそうでなくても良いのだろうが、議論のファシリテーターのような者がいることで、取締役会の中で活潑な多角的議論や色々な厳しい議論もできることになる。ファシリテート機能を誰がどのように担うか。それは議長かもしれないけれども、ファシリテート機能が存在していることも重要である。

これもよく言われることであるけれども、色々な社内の説明でも、経営会議などそれまでの内部の議論で回り回って上がってきたものを結論だけ言うのではなくて、どういう 이슈があってこのような形になったのかの過程も説明すべきである。過程とか議論の状況を説明することで、初めて社外取締役も色々な視点から色々な議論ができるようになる。そういった議論の活性化、ファシリテーター的なことを意識して、強い議論を取締役会でやる。その中で、社外取締役はその役割分担を担って、最後、対外的な経営の成長性を示すという役割を担っていく。こうした点が明確に分かると良いと思った。

以上