

CGS研究会（第3期）

第2回 議事要旨

1. 日時：令和3年12月27日（月）9時00分～11時00分
2. 場所：オンライン開催（Teams）
3. 出席者：神田座長、阿部委員、伊藤委員、大内委員、大杉委員、大場委員、神作委員、小林委員、後藤委員、澤口委員、武井委員、塚本委員、富山委員、藤田委員、古田委員、松元委員、三笥委員、宮島委員、森田委員、柳川委員
（欠席：石田委員、江良委員）
4. 議題：全般的な論点（CEO 集権型とこれを支える独立性の高い仕組み、取締役会の役割・機能にかかる再整理 等）について
5. 議事概要：
まず、事務局より「事務局説明資料」（資料3）の説明を行った。
次に、ソニーグループ株式会社 神戸専務によるプレゼンテーション（資料4）が行われた後、討議を行った。討議の概要は以下のとおり。

- 【森田委員】ソニーグループの神戸専務にお伺いしたい。年間何回くらい、取締役会で否決される案件があるのか。また、執行側の体制として、吉田社長にダイレクトレポートするのは何人くらいなのか。日本の会社はダイレクトレポートが多いと理解している。
- 【神戸専務】否決されるケースはほとんどないが、2回、3回と取締役会で議論を繰り返す案件はあった。一部の取締役から疑問や反対意見があり、繰り返し何度か議論するなかでコンセンサスを得られたケースなど。ダイレクトレポートに関して、まず事業側については、各事業のトップの8名程度からダイレクトレポート。コーポレートからは6名程度である。CEOのダイレクトレポートが多すぎるとボトルネックになるし、情報がきちんと共有されなくなるので、多くなりすぎないように運営をしている。
- 【松元委員】神戸専務に2点お伺いしたい。1点目は、事業子会社の役員構成に関してである。事業子会社の役員にも、持株会社の場合と同様に社外役員が多くいるのか、また、各事業子会社のトップは持株会社のマネジメントチームのメンバーと同一なのか。

2点目は、事業子会社の役員選任の方法についてである。持株会社の指名委員会は、事業子会社のトップ人事についても実質的な権限をもっているのか。

- 【神戸専務】金融事業は中間持株会社としてソニーフィナンシャルグループ株式会社があり、そのトップに岡が就任している。同社には金融事業の公共性という観点から、社外の方が取締役として数名入っている。また、親会社であるソニーグループ株式会社から、十時と私が取締役を務めている。金融以外の事業会社では、社外の実業家は入っていない。

コーポレートでソニーグループ全体を見ている人間がそれぞれの事業会社の取締役会に入り、一方で、主要事業会社の経営トップもソニーグループ株式会社の役員になっており、グループ経営の一翼を担うという体制を敷いている。これら各事業のトップ 8 人の人事権に関しては、ソニーグループの CEO が持っており、彼らの人事および報酬については指名委員会、報酬委員会にも報告している。彼らの下位者の人事については、基本的にはそれぞれの事業会社の取締役会あるいは指名委員会また事業トップの決定事項となっている。

- 【伊藤委員】神戸専務に 2 点お伺いしたい。1 点目、指名委員会に以前は吉田社長が入っていたと思うが、吉田社長が抜けるにあたっての考え方や議論を教えてほしい。これだけ事業領域が広く、場合によっては指名委員会でトップの適切性も議論する、また 6 名のマネジメントチームの指名も行うとなると、相当領域が広く、指名委員会に CEO が入っていると議論が豊かになると思われる。社外だけにした狙いは分かるが、社長が入らない指名委員会についてはどのような議論がされたか。

2 点目は、サードポイントから 2 度目の提案を受けた後に、吉田社長名で非常に高く評価されているレターを公表している。当該レターの作成に当たり、取締役会がどのくらい関与したのか。

- 【神戸専務】1 点目、今年の 6 月に指名委員会から CEO の吉田が抜け、全員社外取締役になった。これは吉田本人の問題提起を踏まえて検討した結果である。ソニーの指名委員会は、取締役候補の選任に加え、CEO などのサクセッションプランを議論する場でもあるので、その委員に CEO 自体が入っていることについて違和感を感じていた。また、海外の指名委員会の事例を見ると、社外の者だけで構成されていることも多い。実は、私自身は当初反対した。日本の指名委員会等設置会社の指名委員会の基本的な機能は、取締役候補の決定であり、CEO などのサクセッションプランの検討は任意である。米

国やイギリスの場合は取締役会への提言機能となっている場合が多いが、日本の場合には取締役候補については委員会が決定権限を有しているので、取締役会として最終判断が出来ない。取締役候補の決定のプロセスに CEO が入らず、かつ少人数の委員会だけで決定していいのか疑問があった。しかし、このような日本の委員会の特殊性は、海外の投資家から理解されづらい。かかる状況を踏まえ、指名委員会および取締役会で議論を行った結果、指名委員会も社外取締役のみで構成することとした。ただ、必要に応じて指名委員から要請があれば CEO は委員会に出席し意見を述べるという仕組みは確保している。

2 点目について、ご指摘のサードポイントの提案やレターについては、取締役会で 5、6 回議論した。基本的には、執行部で外部アドバイザーも使い彼らの提案を、長期視点での企業価値の向上という観点からレビューし、結果を取締役に報告するという形で検討・議論を進めたが、この過程で社外取締役のみの議論、また社外取締役と外部アドバイザーだけによるミーティングも行い、返答内容について全会一致で決議した。

- 【富山委員】神戸専務に 3 点ほど質問したい。1 つ目、先ほど神戸専務が指摘された点は指名委員会等設置会社の欠陥だと思うが、会社法は変えた方がいいと思うか。委員会に最終決定権があるのは、取締役会に社外取締役が過半数いないことが前提となった規律になってしまっている。

2 つ目、経営者の資質として、コングロマリット経営と、事業経営は異なると思うが、今後のサクセッションプランを組むに当たってどのような議論をしているのか。

3 点目、アクティビスト等の株主の間とソニーは様々な対話を行っていると思うが、機関投資家やアクティビスト等の株主については今後どのような流れが起きればよいか。特に国内の機関投資家のアクティビズムは未成熟であると思っている。

- 【神戸専務】1 点目について、現行の指名委員会等設置会社制度は、社外取締役を過半数確保することが難しい時代にできたものだが、ソニーのように社外者中心のボードがあるような会社では欧米のようなやり様を認めて頂いてもいいように思っている。

3 点目の質問、アクティビストに限らず投資家との対話は大変重要だと感じている。投資家の中でも様々な意見があり、多くの場合、それぞれ合理的な指摘であることが多いと感じる。企業の経営として、大事なものは投資家を含む多様なステークホルダーの意見を聞いた上、長期的に企業価値を向上させ

ていくために最適と考える経営判断をしていくことではないか。

2点目の質問である経営者の育成に関しては、ソニーのように多様な事業を行っている会社のサクセッションプランは確かに難しいかもしれないが、社内外の目から見ていくことが大事。

- 【小林委員】事務局資料について3点ほどコメントをしたい。1点目、カーボンニュートラルやデジタル化など、事業環境の変化が激しい中で、CEOのリーダーシップが重要であることは言を俟たないわけだが、逆にいえば、強いリーダーシップを監督する仕組みをしっかりと見ていくガイドラインが必要かと思う。

2点目は経済安全保障の問題である。日本企業にとって資本効率上は善であっても、経済安全保障との関係で悪になる選択肢があり得る。取締役の善管注意義務をどのように考えていけばいいかは重要な論点である。

3つ目は、Board3.0に関して、スキルマトリックスを前提とした戦略検討委員会へのタスクアウトは重要な方策であると思う。一方、投資家からの取締役の任命について、ボードに一人だけであれば良いが、4人も5人も選任を求められた場合に、経済安全保障や外為法との関係でどういった対応をしていく必要があるのか。

いずれにしても、指名委員会等設置会社であってさえ、個社の業種やフェーズによって状況がかなり異なっている。そういう中での統一的なガバナンスコードの在り方は一つの論点である。

- 【神作委員】神戸専務への質問と、事務局資料へのコメントをしたい。ソニーのスライド10ページ及び17ページのガバナンス改革は、計画的・戦略的で、一貫性をもって行われているように見えるが、何らかのロードマップが出来ていたのか。もし出来ていたとしたら、誰がどのようなイニシアティブで作ったのか。また、取締役会がどのような関与をしてきたのか。株主との対話は誰が窓口になってきたのか。

事務局資料の6ページに関して、ソニーのプレゼンを踏まえると、単体を念頭に置くのではなく、持株会社形態を含むグループ経営を踏まえた集権と監督の在り方を考える必要があると思う。また、投資家から取締役を受け入れる点については、株主から選任された役員とのパーパスの共有ができるのかなど慎重に検討する必要があると思う。建設的な対話については、スチュワードシップ活動を通じて積極的に取り入れてきたが、機関投資家から役員を派遣するとなると、スチュワードシップ活動とはレベルの違う話になるので、十分に議論をする必要がある。

- 【神戸専務】最初からロードマップがあったわけではなく、ソニーのガバナンス改革の歴史は、日本だけでなく、上場先である米国のルールに従ってきた側面がある。また、映画事業を買収したあと、SEC から開示が不適切との指摘を受けたこともあった。昨年米国上場 50 周年であったが、吉田はそれに関するインタビューにおいて、「ソニーは米国の資本市場に育てられた」と発言した。つまり、株主や資本市場、証券取引所の要求を理解し、多角化する事業についてグループ経営を行う中でトライ・アンド・エラーを繰り返しながら改革を行ってきた実態がある。ガバナンスの体制については継続的にレビューとアップデートを行ってきたが、業績が悪かったときは、「ガバナンスの箱はあるが経営の結果が伴っていない」と指摘されていた時代もある。ガバナンスは大事だが、それを整えさえすれば業績が良くなるというものではないと思う。
- 【阿部委員】富士通の社外取締役議長と、米国の上場企業で取締役をしている経験から、取締役会の実効性は、取締役のクオリティに依拠すると感じている。ガバナンスについて、サイバーセキュリティリスクや TCFD、ESG など、新しい考え方が出てきている中で、取締役のパフォーマンスを評価する必要がある。米国の会社では、peer to peer のレビューを行い、それぞれの社外取締役の評価・フィードバックする機会があるが、社外取締役のパフォーマンスの評価について、ソニーの取組を伺いたい。
2 つ目は、米国では開示のベストプラクティスとして、社外取締役の定期的なトレーニングを実施・開示するようにしているが、ソニーはトレーニング等についてどのような取組を行っているか教えてほしい。
- 【神戸専務】取締役会の実効性評価は、専門の外部機関をアサインしてアンケートや対面でのミーティングを行うなどの取組をしている。今年から、取締役会議長もインタビューに加わり、各取締役からヒアリングをするプロセスを開始した。
社外取締役のトレーニングについては、就任時のオリエンテーションは行っているし、定期的な現場訪問などは行っているが、外部の専門業者を入れたトレーニングまでは行っていない。
- 【藤田委員】事務局資料に対して 3 点コメントしたい。第 1 に、事務局資料の 10 ページから 11 ページの方向性、すなわち、権限委譲と独立性の高い監督の仕組みの組み合わせを打ち出して、その中での問題の整理を行うという

方向性は、それ自体は良いと思う。ただし、「監督機能が強化された取締役会」という表現はやめた方が良いと思う。古典的な取締役会、つまり相当具体的な経営上の判断も取締役会で行わせることで監督するモデルと、近時の独立性の高い取締役会による監督、つまり業務執行者のパフォーマンスに基づき選解任・報酬を通じて監督するというモデルは、監督機能の強弱に差があるわけではない。監督の中身や思想が異なるのであり、どちらの方の監督機能が強いかという問題ではない。大幅な権限委譲を行うのであれば、おのずと具体的な経営上の判断を取締役会で行うという形の監督はせず、取締役会は業務執行者のパフォーマンス等を監督するというモデルにならざるを得ず、その結果、古典的な取締役会とは監督の性格が変わり、そういうシステムになっていくという論理である。そういう意味で権限委譲を大幅にする代わりに監督機能を強化するという表現はミスリーディングである。これは平成 14 年の委員会等設置会社の導入時以来そのような説明の仕方が続いているようであるが、やめた方がよいと思う。

次に、14 ページの A と B の対比に注意が必要だと思う。A と B が典型で、その中間がありうるというご説明だったが、もし両者の間にグラデーションがあり、多くの会社はそのどこかに位置する、適当に選びましょうという受け止め方をされることは問題がある。A と B は全く性格の違うモデルで、両立しないので、まずはいずれかを選ばないといけない。権限委譲が中途半端で、取締役会に意思決定機能が中途半端に残るような形態は、多くの場合は自覚的な選択をしなかった結果、しがらみに囚われて思い切った決断ができなかった結果である可能性が大きい。A、B いずれにおいても細部のバリエーションはあるが、両者は基本的に両立するものではなく、入り口でどちらを選ぶことをはっきりさせるべきである。

最後に、資料では「典型的な機関設計」というやや慎重な表現をしているが、監査役会設置会社を選びながら、A 型を志向することの是非をどう考えるかは難問である。資料では、監査役会設置会社を選択しつつ A を志向することに対して、どちらかというややネガティブなニュアンスの書き方がされているような印象を受ける。結論としては良いと思うが、ここはきちんと議論した上で、整理して、ガイドライン上でも何らかの方向性を示してほしいと考えている。監査役会設置会社を選択しながら A 型を志向することが望ましくない理由は大きく分けて 2 つある。一つは、A か B かの選択を自覚的にするという観点からは、選択に応じて明確に違ったフォームを使わせた方がよいということである。監査役会設置会社のまま内部的な運用で移行をソフトランディングさせるやり方は、意識的な決断をする契機がはっきりしない点で望ましくない。二つ目は、監査等委員会設置会社の数があまりに少なかっ

たら、上記のような誘導の仕方は抵抗が大きかったかもしれないが、ここま
で増えたので、方向性としては割り切った方が良い。論理的に絶対そうでな
ければならない必然性はないが、戦略として割り切るべきだと思う。ただ、
監査等委員会設置会社は運用上の難点もあるので、併せて検討していただき
たいと思う。

- 【大場委員】ソニーの、「資本市場に育てられた」という言葉に強い感銘を
受けた。山あり谷ありではあるが、人がやらないことにチャレンジするとい
う DNA が生きている印象を受けた。ガバナンスに関しても、わが国初とい
うことが多く、そのような姿勢を維持し続けてきたことが強みになっている。
企業価値の向上に寄与するガバナンスの強化論についてであるが、巷では、
コードは企業価値向上に寄与しているのかという問題提起がなされている。
たしかに、これまで第三者や独立性が強調されてきたので、やや客観的な議
論になってきている。したがって、企業価値向上に寄与するという本来の目
的を達成するためには、専門性や当事者意識をどのようにビルトインするの
かが重要。Board3.0 についても、投資家からの取締役の受入れは、インサイ
ダーそのものになるので、どのように管理するかは大きなテーマになると考
えている。
- 【武井委員】神戸専務に 2 点質問したい。1 点目は、取締役会で行う監督と、
持株会社が執行として行う監督とが役割分担して監督をしていると思うが、
この二つの監督の関係性・役割分担、線引きの中での課題などがあれば教え
てほしい。
2 点目として、日本の上場企業では全般的に無形資産・知的資産がなかなか
見える化していないという課題がある。無形資産・知的資産の見える化の観
点で取締役会や執行が意識している点があるか。
- 【神戸専務】ご指摘のとおり、グループ経営をするに当たり、ソニーグルー
プ株式会社の取締役会が監督する部分と、各事業会社に対してソニーグルー
プ株式会社が経営としてリードしサポートしていく部分は両方ある。取締役
会に上げていく場面では、グループ全体の経営の基本方針、具体的には、グ
ループ全体の中期計画、キャピタルアロケーション、人事・報酬、内部統制
の仕組みを決めていくことが大事。一方で、事業会社に対する運営の部分で
は、個々の事業の KPI や戦略について、各事業との間でバランスをとってい
く。ソニーグループ株式会社のミッションはガバナンスではなく、各事業の
進化をリードし、サポートすることである。専門性と知見をもって、各事業

から信頼され、変革をリードし、サポートする意識を持っている。財務の部分は、我々の KPI は第 1 次から第 4 次中期計画にかけて徐々に変化させてきており、経営のフェーズにあわせてどのような KPI を重視し、何について資本市場とコミュニケーションしていくかを変えてきている。資本市場の意見を聞いたうえで、我々の考え方を説明して対話することを重視している。

- 【宮島委員】神戸専務に質問したい。ソニーは、2021 年に経営体制を変更したが、そのような組織選択に対する社外取締役の役割はどのようなものだったか。ポートフォリオの整理の結果としてそうなったという面もありそうだが、執行側の提案に対して取締役会が議論したのか、社外取締役が早く組織改革を進めた方がよいと提案したということなのか。

次に事務局資料に関してだが、Board 3.0 を考えていくときに、投資家やファンドと記されているが、投資家やファンドも多様になってきている。アクティビストファンド（ないしエンゲージメントファンド）、アクティブファンド、パッシブファンドの 3 つのタイプと相互の関係は意識する必要がある。米国では、アクティブファンドの提案を伝統的な投資家がサポートすることで提案の現実性が増しているという背景がある。一方で、日本は上場会社の株式の 30%~35%程度を事業法人が保有している状況で、アクティビストも弱く、アクティブファンドが後退してパッシブファンドが増えている状況。そのような中で日本において Board3.0 をどのように構築していくかは実態に即して今後議論していく必要がある。

- 【神戸専務】ソニーグループ株式会社の設立を含むグループ経営体制の再編は、執行側が主導・提案して、取締役会で承認をもらったものである。グループ経営の進化として自然な形でなされたので、取締役会でも質問やコメントはそこまで出なかった。
- 【後藤委員】事務局資料の 11 ページにコメントしたい。記載の大きな方向性について違和感はないが、表現ぶりに違和感がある。スピードとリスクイクが大事だというのはそのとおриと思うが、その時に「CEO への集権」という言葉が使われている。集権を進めるのが良いことであって、合議や相互牽制はよろしくないというニュアンスが出ている。合議とは何か、集権とは何か、は人によって捉え方が違うので、思わぬ誤解がされないかを危惧している。例えば、ソニーの経営体制において、社内側・執行側が議論をして最終的には吉田社長が決定するパターンは、合議なのか集権なのか、どちらとも言えるように感じる。また最近ではパナソニックがブルーヨンダーを買収

するニュースもあったが、同じように社内で議論して最終的には社長が判断したようだ。一人が単独で決めるのではなく、議論を尽くしたうえで最後の意思決定を社長が行うケースを、合議と集権で二分することは危険かと思う。また、単独で社長が決めていくとなると、経営判断原則で守られるのかという疑問もある。したがって、合議制を悪者にするにはやめた方が良いと思う。韓国の財閥系企業などは、オーナーの鶴の一声で進んでいく会社もあるし、日本でも特に創業者がカリスマ社長として存在する場合もあるが、それを全ての会社がマネすべきとも言えないと思う。合議制をとることによりスローダウンしたりリスクテイクを阻害する要因があるとすれば、その要因は何で、それをどう潰していくかを考えた方がよく、形式的な手続きによって分けるのは危険だと思う。例えば、合議制によって、他の事業部門に対して遠慮したり、自らの事業部門については拒否権を発動して議論が進まないといった、しがらみが起きることは良くない。また、合議をしても、内部者ばかりの同質的な集まりであればリスクをとりすぎてしまう問題もあるかもしれない。特にソニーのように、多様な事業から成るコングロマリットの場合には、CEOの役割として事業部門間のコントロールや、事業ポートフォリオの入れ替えを含めた検討も重要になる。事業部門がやりたいといっても、それをダメだと言ったり、逆にやれと言ったりすることが大事。そういったことも含めて、11ページを見ると表現ぶりが気になる。例えば、CEOは人事権のみならず、事業の中身自体についても全体的なコントロールを効かせることができることが重要であって、必ずしも合議がダメで単独で決めるのがよい、と解釈されないように注意が必要。

- 【大内委員】事務局資料についてであるが、日本の経営者の大胆な経営判断を阻害する要因としては、非常にガバナンスが窮屈であり、代表訴訟をはじめとする監督が細部について及びすぎる点があるので、代表訴訟の少数株主権化や、独立性が高い社外者を中心とした組織に最終意思決定権を持たせる議論があって良いと思う。

2点目、14ページは、単純に監査役設置会社が劣っているという議論になりかねないが、もう少し議論が必要ではないか。

3点目は、Board 3.0の議論を下敷きにするのであれば、取締役会として機関投資家に向かって説得力を持って経営陣を擁護するか、さもなければ取締役会が検討するに値すると認めたアクティビストの提案を経営陣が真剣に検討するよう説得力を持って主張することが大事。監督機能の再検討をするのであれば、外に対して擁護するというコンセプトを入れていただきたい。さもなければ、Board 2.0が出来ていない日本において中途半端に3.0の議論

を入れておかしなことになるかねない。また、機関投資家をボードメンバーに入れるべきという流れに安易になることには、個人的には反対である。

- 【伊藤委員】Board3.0の今後の論点にコメントしたい。第1に、Board3.0と、深いエンゲージメントの違いをどう捉えるか。いずれも投資家の目線を深く経営に取り入れる意味では共通しているが、違いをクリアにして議論する必要がある。日本でのガバナンス変革の順序からすれば、まだ十分ではないエンゲージメントをどう深化するか、すなわち対話からエンゲージメントへ移行させることがまず大事。Board3.0に一足飛びに移行することについては、まだ違和感がある人が多いかもしれない。エンゲージメントでは、企業側が投資家の意見を選択・選別できるが、Board3.0ではなかなか難しい。ボードに入ろうと主張している投資家の中には、場合によっては見解が強固で、柔軟性がなかったり会社側の事情を考慮しないケースもあるので、そういった面をどう考えるか。日本では既にBoard3.0のような形で、投資家をボードメンバーにしている会社もあるが、経営者であるCEOが投資家の力を借りて会社をトランスフォーメーションしたい場合に、投資家に入ってもらって変革を進めているケースもある。このように、経営者の変革へのイニシアティブとBoard3.0をどのように関連づけるか。会社と意見交換していると、社外取締役の分析のリソースが足りないのであれば、取締役会事務局やコーポレートセクレタリーを強化すれば足りるのでは、という意見もあった。さらに、多少デリケートな問題としては、現在投資しているファンドに属する投資家が取締役となるケース（資料18ページの①のケース）である。こういったケースでは、ファンドのアセットオーナーの意向とボードに入った者の意向がどのように整合しなければならないのか。また企業価値創造に向けて、ファンドからの取締役が発言する時間軸と、当該ファンドの時間軸の整合性をどのように考えるか。また、他の投資家との情報面の公平性に関連して、NDAをどう締結するのか、締結しないのか。どのようにNDAを締結して企業価値向上に結びつけていくかの議論を今後深めていく必要がある。

以上

お問合せ先

經濟產業政策局 産業組織課

電話：03-3501-6521

FAX：03-3501-6046