

## CGS研究会（第3期）

### 第4回 議事要旨

1. 日時：令和4年4月6日（水）13時00分～15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、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、三笥委員、宮島委員、森田委員、柳川委員  
（代理出席：仲田氏（江良委員代理））  
（欠席：石田委員、松元委員）
4. 議題：監督側の機能強化に関する各論（執行側の機能強化に対応した監督機能の強化、コーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえた検討事項、投資家からの取締役の選任、社外取締役の質と量の向上 等）について
5. 議事概要：  
事務局より「事務局説明資料」（資料3）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。
  - 【富山委員】取締役を担う人たちの能力的な問題や立ち位置の問題についてコメントしたい。ガバナンス改革の実質が伴わない問題のコアは、社外取締役の人たちの姿勢・やる気の問題が大きい。いかなるモデルを採用するにしても、社外取締役が機能するためには、社外取締役が代表取締役の選解任権にコミットすることが必要。そこに関与する気がないのであれば、コードやガイドラインを細かくしても意味がない。最終手段として、指名委員会の有無に関わらず、トップの選解任に社外取締役が関与すべきであり、この点の議論や制度的担保を充実させていくべき。また、社外取締役の独立性や社外性は、トップの選解任の議論をするためにふさわしいかどうかの観点から要件を考えるべき。機関投資家から取締役を出すことも否定しないが、当該投資家固有の利益のためにトップのクビを切られると困る。投資家の固有の利益と、株主共同の利益は必ずしも一致するとは限らない。結局は、投資家から選任される社外取締役が、株主共同の利益のために、社長のクビを切る議論をするに値する人物なのかどうかという観点から、社外性や独立性を考えた方がよい。この観点からすると、現在の東証の社外取締役の独立性・社外性の要件は緩い。東証の基準では、投資家が指名した人物が、投資家の社外

取締役にもなれてしまうが、投資家の社外取締役は、投資家の株主に対する fiduciary duty を負っているため、投資先企業の株主共同の利益に中立だと言えるかは疑問。会社と関わりがあったかどうかはさほど重要ではなく、トップの選解任という社外取締役の最終使命の観点から、独立性・社外性の要件を考えていくべきである。逆に、その点にあまり関係のないところは要件を緩く考えてもよいのではないか。

また、社外取締役のトレーニングに関して、日本取締役協会の研修はまだ発展途上だが、二つ重要な要素がある。一つは、法務・財務に関する最低限の知識を習得してもらうこと。もう一つは、取締役の姿勢・スタンスの問題として、ケーススタディを交えつつ、各場面でどのような役割を果たすべきかを体験・理解してもらうこと。社外取締役がお客様としてアドバイスをするために座っていることも多いが、立派な経営経験者であってもやるべきである。少なくともプライム市場の社外取締役については最低限そのような研修はクリアしてもらいたいと思う。

- 【大内委員】 3つコメントがある。一つ目。今回の事務局の提案は、日本のガバナンスをモニタリング型に更に推し進めていくべきというもの。今回も、CGコードよりも少し先行してCGSガイドラインが進んだモデルを推奨する、という形になっている。他方で、実際に事業を行っている立場からすると、望ましいガバナンス体制は、株価や業績に鑑みて、企業により取捨選択されていくべきものである。一早く委員会型のモデルを採用した会社が必ずしも素晴らしい業績を上げているわけではない。今回の提言は形から入るのではなく、様々な選択肢を提示するという形であるべき。

2点目。一定の分野の専門家をボードに迎え入れ、ボードで直接的に意見を述べてもらうことが、その会社の置かれた状況から望ましいケースも多々あると思う。しかし、それは資本市場との関係だけでは必ずしもなく、例えば、国際化が遅れた企業が国際化を進めるために専門家を招くなど、会社の状況次第。取締役の人数を絞るべきとの要請もある中で、本研究会の結論として特定の分野：例えば投資家あるいは投資家経験者を一人入れることが機械的に望ましいとされることは絶対に避けるべき。

3点目。今回のこれまでの議論のアプローチは視点がよくない。いずれも成功例に倣うことが目指されているが、実務的な観点からすると、むしろ失敗例から学ぶことが必要。ボードが重要な決断をしないといけないときに、決断をできなかった理由はなぜなのか。例えば、社外取締役がこのような対応を行えばよかった、あるいは社外取締役がそもそも少なかったなど。また、そもそも、今回の研究会の一番重要な価値観はアニマルスピリットやアント

レプレナーシップであると思うが、これまでの議論では、こういった精神を持った経営者をいかに助けるかという一番大事な部分が足りない。経営者がアニマルスピリットを発揮しようとするときに、どういった環境があればそれを後押しできるのか。あるいは失敗した場合に退場してもらうために社外者がどうふるまうべきかを、考えるべき。現在の議論では、アニマルスピリットもアントレプレナーシップも広がらない。

- 【伊藤委員】冒頭、富山委員が言及したことに賛成。3点申し上げたい。1点目。近時、取締役のスキルマトリックスの開示が日本でも進んできた。個々の社外取締役に丸が付くが、社外取締役の中に勘違いが生じている。自分の専門性に丸が付いているところについては取締役会で意見を言うが、専門性に丸が付いていない議論については自己抑制が働く場合がある。専門性があるか否かの問題より前に、社外取締役として、企業価値向上のためにすべてのアジェンダに真剣に向き合う必要がある。  
2点目。日本企業でPBR1倍を切っている企業が4割程度ある。アメリカだと3%、ヨーロッパで2割程度。なぜこうも企業価値が創造されていないのか。その理由としては、CEO（取締役）の選解任基準がある。選解任基準はCGコード改訂で言及され、実際に基準を作った会社がある。しかし、企業価値がこれだけ低迷しているのに、解任基準に沿って解任されたケースはほとんどない。良い例として、アサヒグループHDはかなり具体的に作成しているが、当時の社長が自ら動いて策定したと聞いている。他方で、一般の企業では、基準が抽象的で不明確であり、重大なコンプライアンス違反があれば解任をするといった書きぶり。具体的な内容も示されていないため、指名委員会で解任の議論を始める起点や契機時点がわかりづらい。このため、誰かが勇気を出して解任について言い出さないと、議論が始まらない。例えば、資本生産性が一定基準以下の状態が継続している場合、PBR0.7倍以下が直近3年間継続する場合などに、解任の議論を始めるなど、解任基準の内容を再検討する必要がある。解任の議論は始めるからと言って解任に直結するわけでは必ずしもないが、でも議論をすることが大事だ。  
3つ目は、ボードの多様性。社外取締役の多様性を高めようとする、人数が増えてくる。ボードのサイズが大きくなると、実証研究では、企業価値創造・パフォーマンスが悪いとされている。他方で、社内取締役メンバーをいかに絞るかは、日本では乗り越えられていない大きな課題。例えば監査役会設置会社のマネジメントボードを、米国型にして社内取締役に1名～2名に絞ることが良いのかについては、未解決の問題。必ずしも米国型が良いとは思わないが、社内取締役の数をいかに絞るかという問題はこの研究会や報告

書でも取り上げると良いと思う。

- 【三笥委員】事務局資料の22ページにある、社長・CEOの解任不再任基準について。伊藤委員の指摘の2点目とも関連するが、ここでの議論に若干違和感がある。例えば、社長・CEOに5段階（優上、優、良、可、不可）で評価がつけられるとすると、ここでの議論は、「不可」が付いた人の議論をしているのか、「良」「可」が付いた人の議論もしているのかが分かりづらい。特に、悪くもないが良くもない場合にどうするか。PBR1倍を切っている会社がそれなりにある現状を踏まえると、「良」「可」の会社をいかに押し上げていくかが重要だが、これは従来の解任の議論では解決できない。これまで、「不可」の人をどうするかが発想が強かったので、定性的な基準でも足りていたのだと思うが、「良」「可」の人をどうするか、という要素も入れて議論すべきであろう。これに伴い、ペナルティとして解任するのではなく、セベランス・パッケージ（退職慰労金支払などのパッケージ）を提示したうえで、勇退していただくオプションを提示することも一つの案ではないか。交代させるべき経営者になぜ追加報酬を払わなければならないのかというミクロのレベルでのひっかかりはあるかもしれないが、会社としてセベランス・パッケージを提示することで「良」「可」の人にも交代して欲しいと言いやすくなり、その結果、早期により良い経営者に代わってもらい、企業価値が向上するのであれば、マクロのレベルでは望ましい制度であるので、そういう選択肢もありますよ、という提案を報告書に入れることが生産的ではないか。
- 【仲田氏（江良委員代理）】一つ目は、社外取締役の質と研修の点。座学を否定するものではなく、法務・財務の知識は必要である。ただ、最も大切なものは、社外取締役の経験だと考えている。経営経験がある場合も、元々モニタリング型ではない会社の経営者だった人が、突然モニタリング型の社外取締役になることは、実際には厳しいのではないか。レベルの底上げについては、経営経験者であっても必要。ありうる方向性としては、現役の経営者が他社の社外取締役を務めるケースがもっと増えても良いと思う。他社のガバナンスの経験を自社に取り入れることもできるし、経験の幅がより広がっていく。  
2点目。事務局資料の6ページに関わる。モニタリングを重視したガバナンス体制はリスクテイクがしやすい、という指摘には違和感がある。モニタリングにおいては、社外取締役と執行陣の緊張関係だけではなく、信頼関係が大事ではないか。順調に経営が行われている場合には過度に介入をせず、い

ざという時に意見を述べたり介入をして活躍する。緊張関係を維持しつつ、信頼関係を構築するバランスが重要であり、それを実現できる人が質の高い社外取締役ではないか。また関連して、CEOの解任・不再任基準に関しても、信頼関係が重要。具体的なCEO解任基準を設定するような会社は、執行陣と社外取締役の間の信頼関係が高いのだろうと推測する。仮にコロナなどの外部要因により定量的な基準に抵触した場合においても、社外取締役が合理的な判断をしてくれるという信頼関係の下に成り立つもの。信頼関係がないまま、形式的に定量基準を定めることは、経営陣が委縮し、逆効果になりかねない。

- 【柳川委員】3つコメントしたい。一つは、ガイドラインに書くことではないかもしれないが、経産省の研究会として、日本の企業経営・ガバナンスへの危機感についてどこかで強調する必要がある。現状の企業のパフォーマンスはこのままではいけない、さらに大きく改善していくためにガバナンスの議論をしていくというメッセージがもう少し必要。もちろんガバナンスを変えればパフォーマンスが上がるとも限らないが、パフォーマンスをもっと上げなければならないので、現状維持ではいけないという危機意識が表れた方が良い。

2つ目。事務局資料にもある、A型のガバナンス体制の「モニタリング」は何をどこまでやることなのか明瞭ではない。モニタリングボードで、何をどこまでやる話なのかの詳細化・具体化はもう少しすべき。モニタリングを厳しくすると萎縮してしまうのではないかという話と、経営を応援するためのモニタリングボードという話を、どうバランスをとっていくか。社外取締役に期待される点としては、問題があったトップのクビを切るということがやはり重要である。客観的な基準があり、それに基づいて辞めてもらうことは分かりやすいが、その前提としてどのようなモニタリングを期待するかはもう少し細かく考えていく必要がある。社外取締役の質の改善をしようとすると、非執行の社外取締役について、執行への深い知見を要求することになりかねない。一つの考え方は、執行の知見をしっかりと高めてもらうということ。別の考え方は、執行に深くは関与せずに、多様な観点からの意見を言ってもらおうこと。取締役会でモニタリング、監督をする際に、法令遵守だけでなく、経営を積極的に後押しし、経営者の改善を求めるために社外取締役が果たすべき役割・必要な能力について、具体的な提案ができると良い。

3つ目。移行プロセスにおいては難しい問題が生じる。B型からA型に移行する場合、信頼関係や阿吽の呼吸を切り替えていく必要がある。どこまで社外取締役に負荷をかけ、執行側に口を出すのかという点も、移行させていく

ときには問題が生じうる。ケーススタディによって、移行プロセスで難しかった事例・失敗した事例を出してもらうことが重要だと思う。

- 【古田委員】2点話したい。まず、投資家からの取締役の選任について。事務局資料43ページでは、企業価値を高めるためには、投資家経験者の選任を検討することが提案されている。趣旨としては、コーポレート・ファイナンスのリテラシーを取り入れることが企業価値に資するということと理解している。日本企業の多くがPBR1倍を切っている原因としては、PL指向が先立ち、BSや資本効率性の観点が弱い点が株価の低迷につながっていることが大きいのではないかと。したがって、コーポレート・ファイナンスのリテラシーのある取締役が最低一人いることは重要。社外取締役に限らず、社内からこうした人材が入ってもよい。他方で、株主である投資家から選任される場合は、留意点も多く、会社の抵抗感も大きい。事務局資料45ページの「効果」には、投資家として株を持っていることによるインセンティブやコミットメントが書いてある。良いところ取りをすれば、社外取締役にも株を持ってもらい、企業価値の向上に向けたアドバイスをしてもらうことで同じような効果を期待できるのではないかと。また、42ページの「コーポレート・ファイナンス」という用語が重要だと思う。日本企業のマトリックスでは、「会計・財務」という言葉を使うことが多く、税理士や会計士が入れば条件を満たすことになってしまうが、ここにコーポレート・ファイナンスという用語を入れ、こうしたリテラシーを持った取締役を入れる意識が高まれば、PBR1倍割れの会社も減ってくるのではないかと。2点目は、社長・CEOの選解任について。定量的な解任基準を決める場合、一律の基準ではなく、選任時にどういうことが期待されるのか（例えば、投資を拡大する時期なのか、事業ポートフォリオの整理をする時期なのか）について、指名委員会で議論して、数値基準を決めていくことも考えられる。
- 【後藤委員】投資家からの取締役の選任の点。事務局資料54ページの記載の一部に違和感がある。投資家経験者をガイドラインに入れるとき、「専門知識型」の社外取締役のカテゴリーに入れることが提案されているが、学者や弁護士出身の社外取締役に期待されることと、投資家経験者である社外取締役に期待されることは異なる。リスクテイクの評価や、事業ポートフォリオの組み換えについて株主目線で意見を言うことが求められているのだとすると、経営者出身の社外取締役に近いことが期待されているのではないかと。専門知識型に入れるよりも、期待される役割に応じて分類した方がよい。2点目。Board 3.0についてよく耳にするようになってきたが、Board 3.0と、

投資家から送り込まれてくることは違うものだと思っているので、そこを明確にして誤解を招かないようにしておくべき。Board3.0は、投資家の目線を持っているが、必ずしも株式を持っている投資家から送り込まれる者ではなく、PEのようなマネジメントができる者を議論している理解なので、投資家から送り込まれる場合とは峻別した方がよい。

3つ目。6ページ目のところで、モニタリングを重視していくとリスクテイクがしやすくなるのかは、仲田氏の発言にもあったように、よく考えると違和感もある。マネジメントボードの語が伝統的な日本型の経営スタイルの代表として使われた結果として、株主利益を重視するのか、従業員などのそれ以外のステークホルダーも重視するのかといった議論を、ボードの役割の議論の中に集約してしまっているのではないかとも思う。また、リスクテイクが常に良いわけではない。この議論のそもそもの目的を改めて整理しておいた方がよいと思う。

- 【澤口委員】3点ほど発言したい。事務局資料22ページの解任の定量基準について。コンセプトは良く理解できるし、今の基準が抽象的であることも同意。一方で、定量基準を設けている会社の数は、ごくわずかであるので、ハードルの高いハイボールな提案とも思える。例えば、毎年経営トップ再任の是非を指名委員会できちんと審議するといったことは、実はあまりやられていないため、定量基準を強く推すだけではなく、サクセッションプラン検討の前提として、明示的に議題に上げることを提示するなど、もう少しハードルの低い提案をすることも考えられる。

2点目。事務局資料34ページにおいて、欧米では指名・ガバナンス委員会がCEOの後継者計画を担う事例が多いと書いてある。しかし、数年前、米国のS&P100構成銘柄を対象に調べた際には、CEOのサクセッションをハンドリングしている委員会は、CompensationやHuman Resourceの名前が付いた委員会が多かった。報酬の審議と不可分の関係があるからと推測する。

3点目。事務局資料36ページで、社外取締役の個人の評価は、自己評価ではなく他者評価にすべきという指摘がある。米国でもpeer reviewをやっている趣旨の開示が目立つようになってきた。しかし、具体的にどうやるかとなると難しい。具体的な方法も提示すると企業も助かるだろう。

- 【神作委員】事務局資料31・32ページのボードサクセッションに関して。32ページの(1)の提案(取締役会と指名委員会の連携)は賛成だが、(2)①の提案(取締役会の在り方・構成に関する基本的な考え方の見直しが必要な場合における、指名委員会から取締役会への提案)には若干の違和感があ

る。取締役会の在り方・構成は取締役会自身が決めるべき。CGコード補充原則においても、取締役会は自らが備えるスキル等を、取締役会自身が決めることが想定されている。指名委員会は、取締役会で決めた考え方に基づいて、指名委員会の意見を反映しながら、特に社外取締役候補者の数やスキル等について考えていくのではないか。また、取締役会で取締役会の在り方・構成について議論する際、スチュワードシップ活動をしている機関投資家の意見が反映されるべき。したがって、筋道としては、取締役会の議長を社外取締役が務め、十分に機関投資家等と意見交換をしたうえで、取締役会の在り方・構成について株主の意見を適宜反映させながら、取締役会が議論を行い、それを受けて指名委員会が具体的な候補者を検討することが望ましいのではないか。

- 【藤田委員】事務局資料7ページについて。A型とB型を対比して、A型をとるのであれば指名委員会等設置会社又は監査等委員会設置会社、B型をとるのであれば監査役設置会社が想定されているとの書き方がなされている。従来、監査役設置会社の形を維持しながらA型を目指す選択肢が欲しい、あるいはそれを志向する会社がかかなりあったかと思う。ここではそうではない方向を示唆している。このような考え方に抵抗があるという意見が出るかもしれないが、私はこれで良いと思っている。A型をとるのであれば指名委員会等設置会社又は監査等委員会設置会社、B型をとるのであれば監査役設置会社が「想定されている」という発想が出てくる理由としては、監査役の特徴として、独立性を維持するために取締役会の決議に参加してはいけない、という整理をしている点にある。B型では、かなり具体的なことまで取締役会で決めることが想定されており、自分が決めたことを自己批判するのは良くない、という発想。他方、A型の会社の場合は、会社の経営の基本方針の議論にいくらコミットしても、その観点から監視監督をすることは問題ないはずである。むしろ、取締役会で一票を与えた方が、監督の発言権は強まるとすらいえる。こういった関係があるため、スライドのような整理ができると思う。さらに、積極的にこういう整理をした方が良い理由としては、A型をとるならせめて監査等委員会設置会社にするように形を変えさせることで、取締役会の在り方・性格を変えることを自覚的に選択する機会を与える点で望ましいからである。はっきりとA型をとることをはっきりと宣言しているにも関わらず監査役設置会社を選択している会社に対し、過去のCGS研究会でその理由を聞いた際に、上手く説明できていなかったことが多かった。A型を志向するにも関わらず監査役設置会社を選択することは普通ではないので、なぜかをきちんと説明すべきである。

関連して、監督を強化するとリスクテイクにつながらないのではという意見もいくつかあったが、監督の意義を再度確認する必要がある。監査役設置会社における監督の意義であればリスクテイクを抑制する可能性が出てくるのは分かるが、A型における監督とは、広範な裁量を与えるけれども、成績が悪い場合には選解任・報酬でサンクションを与えるということなので、むしろ成績を上げるためにはリスクテイクをせざるを得なくなる。実はリスクテイクとモニタリングは矛盾しない。監督と執行の間で、信頼関係は必要かもしれないが、モニタリングとリスクテイクが緊張関係にあるわけではない。監督の意義がA型とB型では相当違うことをどこかで整理しておいた方が良い。

2点目。内部監査部門との関係が議論されている。事務局資料の18ページで、監査等委員会設置会社、指名委員会設置会社では、監査等委員会、監査委員会の下に内部監査部門が直属している会社が10数%あるのは意外であった。内部統制を、業務執行者が業務執行をするうえで踏み外さないためのツールとみるのか、監督機関が業務執行者を監督するツールと見るのかは、かなり性格が異なり、この選択は重要。監査機関・監督機関の側につける選択肢もあること、その場合は内部統制システムの性格づけが変わってくるということをガイドラインで書く意義はある。

3点目。解任・不再任基準についても、性格の違う議論が混ざっている。例えば、コンプライアンス違反と業績未達成だと、前者は定性的な基準にならざるを得ないが、後者は取締役会で経営目標を決めたときにどのレベルまで達成することを求めるかの話なので、ある程度数量化することは考えられる。これらは峻別すべき。

4点目。サクセッションプランについて。事務局資料に書かれていることはそれなりに意味があると思う。神作委員が指摘していたように、ボードのやり方を決めるのはボード自身であるべきではあるが、ボードの独立性が適切に維持されるための人選の在り方について指名委員会の意見をある程度尊重することも、必ずしも矛盾しないと思う。ボードの在り方・独立性をいかに維持するかについて一定の役割を社外取締役中心の指名委員会が果たすことも、一定の意味はあるように思うので、取締役会と指名委員会の「連携」としている事務局資料には賛成。

- 【宮島委員】事務局資料42ページ以降の、投資家からの取締役の選任について。この点について、どういう方向でガイドラインを示していくかをもう少し明確にした方が良い。企業が抱えるガバナンスの問題にはいくつかの次元があるので、それらと投資家の関係は整理した方が良い。まず、狭義の意

味でのガバナンス上の問題として、財務政策、資本構成、株主還元施策といったファイナンスを中心とする判断について企業側と株主との利害が対立する場面が一つありうる。2つ目の次元としては、事業戦略や成長戦略に関して、長期の価値創出をいかに実現するかの場面がある。3つ目の次元は社会的問題・環境問題であり、これとの関係でもファンドは存在している。これら次元の異なる3つの問題があると整理した上で、企業の株式を保有するファンドがエンゲージしていく場合を考えると、財務政策が焦点となる場面で、対抗的なアクティビストファンドの関係者を独立社外取締役を選任することは難しいように思う。この点は明確にしておいた方がよい。他方で、2つ目の事業戦略・成長戦略に関して、エンゲージメントファンドやPEのような活動を行うファンドが関与する次元は、もっとも現実性が高く、今後日本企業が進めていく可能性がある。ただ、この場合も、ファンドは株式を持っているので、利益相反の問題は生じる。事務局資料44ページ以下の留意点が問題になるのは、とくにこのケースだという建付けにした方が分かりやすい。また、3つ目の社会的・環境的問題について、インパクトファンドが関与することもありうるが、独立取締役としてファンド関係者に参加してもらうことまでは、日本ではまだ将来の問題。ただ、サステナビリティ委員会を執行側に置いてオブザーバーとして参加してもらうことはありうるかもしれない。要するに、ファンドが既に株式を持っていて、ファンドと関係のある人が取締役会に加わっていく場合に、どの場面であれば可能性として推奨されるのかを明確にした方がよい。

事務局資料54ページは、ファンドは必ずしも所有していないが、投資の専門家をスキルマトリックスに入れるという提案だと理解した。この提案の方向性は的確である。古田委員も指摘していたとおり、コーポレート・ファイナンスなどの専門分野を指定しながら推奨することは望ましい。これを進めていくとすると、さらに金融の専門化はどのような具体像かを書き込んでいった方がよい。その際、日本における成功例なども書くと良いと思う。

- 【大場委員】ガバナンス改革の議論は、議論が進むほど細かくなっていく一方で、日本企業の埋没が著しくなっているという不満が現場では強い。3月末時点において、時価総額10兆円規模の日本の会社は5社しかない。ガバナンスの議論は進むが、実態は世界の中で埋没している。PBR0.5に達しない会社もかなりある。一番大きな論点は、CEOの解任・不再任の議論にも関連するが、取締役会において、企業価値が今のままで許容できるかどうかの問いかけがなされるように運営される必要があるという点である。今の企業価値で許容できるかの問いかけを常に行うルールないし決まりをビル

トインする必要がある。取締役会に投資家の代表を入れる話はそういった文脈からなされるべき。すなわち、誰を入れるべきかの議論は難しいが、利益相反や情報管理の整備を前提として長期投資家から見て、取締役会の運営はこれで良いのかという問題提起を常に持つことが必要で、その観点から投資家の視点を持った方が取締役会に入ることは非常に重要。この点を書いていると、現場では歓迎されると思う。

- 【大杉委員】 3点申し上げる。1点目。事務局資料62ページ以下のデータに関心を持った。66ページの青枠でも書かれているが、企業が成長し取締役会に求められる役割が変化する中で、モニタリング機能を強化しており、その過程で機関設計を変更したり委員会を設置する経路があるのであろうと感じた。モニタリングを強化すれば自動的に利益率が付いてくるのではなく、経営者に取締役会の役割を変化させるという意志があってこそ、モニタリング機能を強化させるという順序。これを6ページのA型・B型の議論に引き寄せると、A型の方がリスクテイクしやすい、という記述にすると色々と誤解や異論が出てきうるが、伝統的な日本的経営、すなわち会社内部の共同体の組織論理が優先して、資産規模や売上高を求める傾向のあった会社が、利益率を重視することで経営の根幹を変えていくためには、モニタリングが有益であることがある程度一般的に言えると思う。  
2点目。社外取締役の質と役員研修との関係。社外取締役に就任する人は素晴らしい経歴の人が多いが、元々の経験だけで社外取締役として直ちに活躍できる訳ではなく、座学があってその経験を社外取締役としての知見にトランスフォームしていく。いくら素晴らしい元CEOの人でも、一度座学の研修を受けていただくことが基本形。旧来型の経営ではなく新しいタイプの経営が期待されるのであれば、社外取締役として機能発揮してもらうために研修を受けてもらう必要がある。社外取締役に日本で求められているのは、KPIや会社の方向性について取締役会で説得力のある発信をしてもらうことであるので、なるべく研修を受け、それを開示することを報告書にも盛り込めると良い。  
3点目。19ページの2ポツ目において、一定期間が移行した段階では、と書いてあるが、この留保は不要と思う。監査役には向いているが、監査等委員である取締役に向いているかは移行する段階でもきちんと審査した方がよい。
- 【塚本委員】 事務局資料36ページ。取締役会の実効性評価との関係で扱われているが、社外取締役の評価として正面から取り上げてもらいたい。現状

のCGSガイドラインや社外取締役ガイドラインでも触れられているが、社外取締役の質の向上という観点からは、社外取締役を評価して、選解任につなげていくことは、今後、避けて通れない。また、今後、社外取締役過半数という流れが出てくるとすると、なおさら社外取締役の評価は重要になってくる。現状は、社内の業務執行取締役が多数派であるので、指名委員会の議論も、メインは業務執行側の人選になっている場合が多いようにも思う。今後、取締役会の構成が社外取締役中心となり、社内取締役はCEO・CFOのみということになると、ボードサクセッションの中でも、社長・CEOのサクセッションと、社外取締役のサクセッションとで大きく分かれる。社外取締役の評価をどうすればよいかという相談は増えてきており、評価の低い社外取締役をきちんと交替できる仕組みを持っておきたいという会社もある。社外取締役をどのように評価するかについてガイドラインで深掘りされるとよい。その際、取締役会の実効性評価も利用していくことになるが、実効性評価の枠組みありきではやりづらい面もある。資料にも、取締役会議長によるインタビューについて書かれているが、日本では社長・会長が議長であるケースが圧倒的に多く、そうすると取締役会議長によるインタビューはワークしづらい。実務的には、社外取締役である指名委員会の委員長がインタビューをすることなども考えられる。また、取締役会の実効性評価に関して第三者評価を使うことも有益だが、社外取締役の個人評価のために第三者評価がワークするかは明らかでない。一般的には、ピアレビューや、社外取締役である取締役会議長又は指名委員会の委員長によるインタビューが基本となるのではないかと思う。

- 【武井委員】ボードにおけるモニタリングの意義は重要な論点。マネジメントの経営方針・事業戦略・財務戦略について、ボードでグッドクエスチョンを発して、骨太な議論をしていくことが重要であると考えている。グッドクエスチョンの中には、マネジメント側がやろうとしていることであれば、それに対して熱量を高める議論になるし、先ほどの日本企業の立ち遅れの話からすると、（やろうとしていることだけでなく）やっていないことについてもグッドクエスチョンを発することがモニタリングする上では重要になってくる。

日本企業のPBRが低いことの理由として、一つは無形資産の評価がほとんど時価総額に表れていない点がある。欧米では時価総額の9割程度を無形資産が占めているとの指摘もある。CGコードでも無形資産について取締役会で議論すべきと書き込まれ、今年1月には内閣府からも知財・無形資産ガバナンスガイドラインが出された。無形資産やイノベーションの価値の見える

化をロジカルにボードで議論・構成をして外に見せ、ゲームチェンジにつなげていく。こうしたロジカルな社内議論が日本では弱いのではないかという課題がある。現状なぜガバナンスを議論しているかもその文脈で考えることが重要であろう。DX化・グローバル化が進むと、ありとあらゆるものが無形資産や知財につながってくる。自社の無形資産・知財の価値がわかっていないがゆえに値引きしてしまい、利益率が低いケースもある。先ほどのPL志向の話も、無形資産に絡んでくる。知財・無形資産の大半は費用項目にしかないため、研究開発費を費用として捉えて削減してしまうことが多いが、費用ではなく資産として捉えるべき。

2点目。12ページの監査等委員会の取締役会の役割・機能に関して。監査役会設置会社から指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社に移るとき、よくみられる点は、ミクロのことを決める一方で、経営の基本方針などマクロのことを決める発想に欠けているという点。マクロの事項をなぜ決めるのかを見直すことで、移行が意義あるものになる。監査役会設置会社の場合、会社法において取締役会の決議事項が決まっているので、法律への対応としての取締役会の議論であったが、監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社では、目的意識を持ってボードにかけることが非常に重要となる。その目的意識があれば、骨太の議論にもなるし、決議事項以外にも審議事項や報告事項を使い分けることで、移行が意味あるものになる。そうした議論をするためにふさわしい取締役会の構成・多様性についてはスキルマトリックスの話であるし、議論のファシリテーターを誰がやるべきかの話にもなる。そして、骨太の議論をできているかどうか、取締役会の実効性評価の話につながってくる。ボードの位置づけを含めて外に言うことが重要。

3点目。27ページについて。指名委員会・報酬委員会の構成について、過半数が社外で、かつ、議長が社外とすることを検討すべきと書いてあるが、議長を社外とすることが常に望ましいかは、先ほどから指摘されている社外取締役の状況からすると、まだ少し考えた方がよいように思う。

4点目。投資家からの取締役の選任の話ボード3.0とは議論を分けるべきというのは後藤委員と同じ意見。特定投資家からボードが入ってくることは弊害も大きいし、入った方がよいという議論が起きているのであれば警鐘を鳴らした方がよい。ファンドが背後のスポンサーに短期でのリターンを約束していて、それを無理して会社に要求するといったショートターミズムを持ち込むことは問題。投資家の利益も多様であり、インサイダーの懸念もあるので、投資家からの受け入れを推奨しているわけではないという今の提言には賛成。

また、後段の箇所で「投資家経験者」ならばと positive に整理されている

箇所だが、この「投資家経験者」という言葉には違和感がある。言葉としては、「資本市場に対するリテラシーがある者」だと思う。長期投資家の目線・リテラシーがある人であることが大事。その意味では、アナリストでも良い人がいらっしゃる。言葉は直した方が良いように思う。

最後に、攻めのガバナンスを考えると、業務執行役員に対する事前免責契約の導入の点は考えるべき。欧米並みにすべき。また、別途サステナビリティに関連して人権デューデリジェンスのガイドラインが検討されていると理解しているが、そちらの内容も適宜検討して、CGSガイドラインに何か反映させるべき点があるか、事務局のほうで見てみていただきたい。

- 【森田委員】2点申し上げたい。1点目は、会社のパフォーマンスを上げるためだけの取締役会のように見えてしまわないよう、それぞれの会社で、次の3年～5年で何をやるかを後押しできる社長の選任や取締役会の構成を考えた方がよい。例えば会社がデジタル化を推進しようとするのであれば、事業のデジタル化の経験がある社外取締役などが入ってこない取締役会で議論ができない。次の戦略目標が先ないと、どういった社外取締役を選任すべきかの議論をすることは難しい。

2点目はデジタルの使い方について。シースリー・エーアイ (C3.ai) 社のように、経営をある程度デジタル化できるようにする方向性が進み、また投資家側もフィナンシャルエンジニアリングやインデックスなど、様々なデジタルを使った分析を行い、投資リターンを求めてくる動きが進むと、それが結果として資源やお金の最適配分につながり、経済パフォーマンスが上がる。このようなデジタルを使った経営が今後加速していくとすると、取締役会は経営陣と協働してデジタルの能力をさらに上げていくことが重要である。

- 【仲田氏 (江良委員代理)】事務局資料45ページ。投資家からの取締役の選任のメリットとして2つ書いているが、効果を感じることは多くはない。インセンティブに関しては、投資家によって時間軸、リターンの出し方などが異なるので、特定の者が入って嬉しいということはありません。株主視点の経営への取り込みという点も、投資家からの取締役をボードに入れることを検討するような会社は、エンゲージメントでも十分に声が響く会社。これを超えてボードにまで入ってもらいたいかと疑問。むしろ、こういった視点のない会社にどうアプローチするかが問題。

2点目は、9ページから11ページの機関設計やガバナンスと時価総額の分析について。因果関係を示すものではない、と説明されているが、例えば、TOPIX100に絞ると監査等委員会設置会社の時価総額の伸びが低い

といった結果であり、安定的な関係が無い可能性がある。

以上

お問合せ先  
経済産業政策局 産業組織課  
電話：03-3501-6521  
FAX：03-3501-6046