

第17回CGS研究会（第2期） 事務局説明資料

2020年 5月13日

經濟産業省

目次

1. コーポレートガバナンス改革の進捗 p.2
2. 社外取締役インタビュー調査の概要 p.32
3. 本日まで議論いただきたい主な論点 p.36
4. 今後のスケジュール p.39

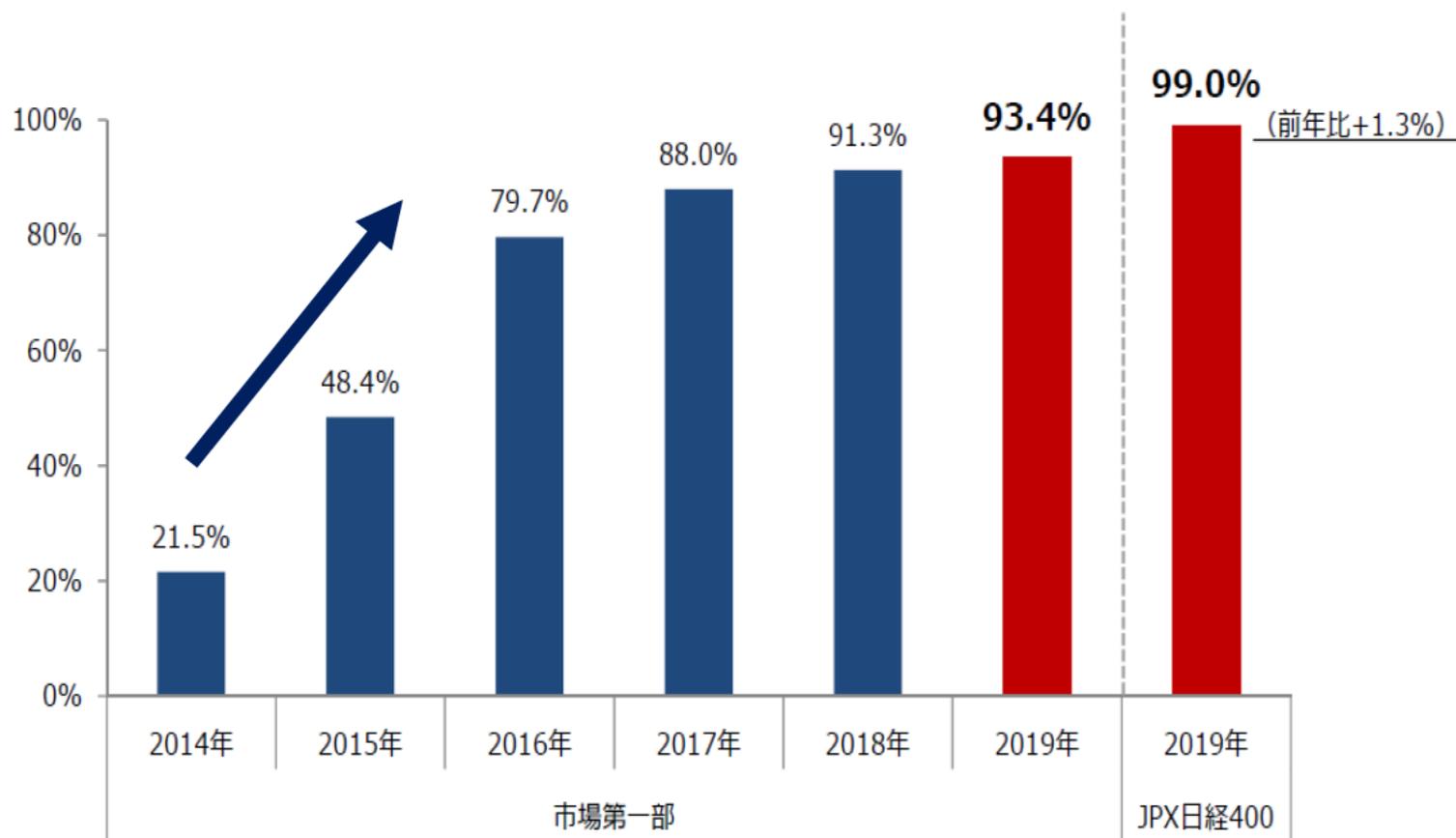
1. コーポレートガバナンス改革の進捗

コーポレートガバナンス改革のこれまでの進捗①（社外取締役の選任）

- 「日本再興戦略2014」に基づき、コーポレートガバナンス・コード（「コード」）が策定されて以降、社外取締役の選任を中心にコーポレートガバナンス改革は着実に進展。

※コーポレートガバナンス・コード（東証、2015年5月）では、「comply or explain」の手法が採用され、その実施状況（実施しない場合はその理由説明）について、上場規則に基づく「コーポレートガバナンス報告書」において、開示することとなっている。

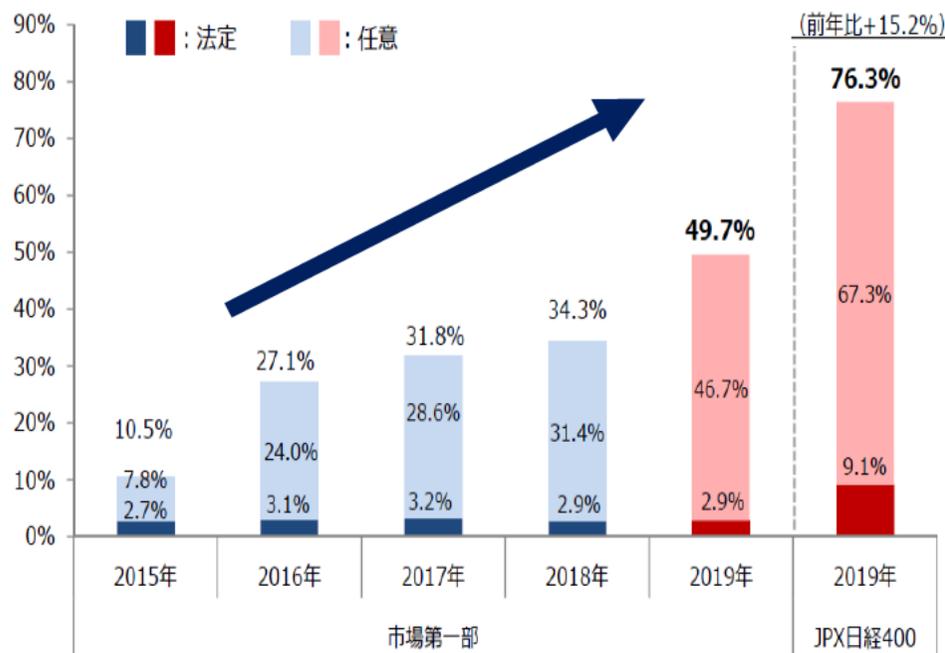
2名以上の独立社外取締役を選任する上場会社（東証一部）の比率推移



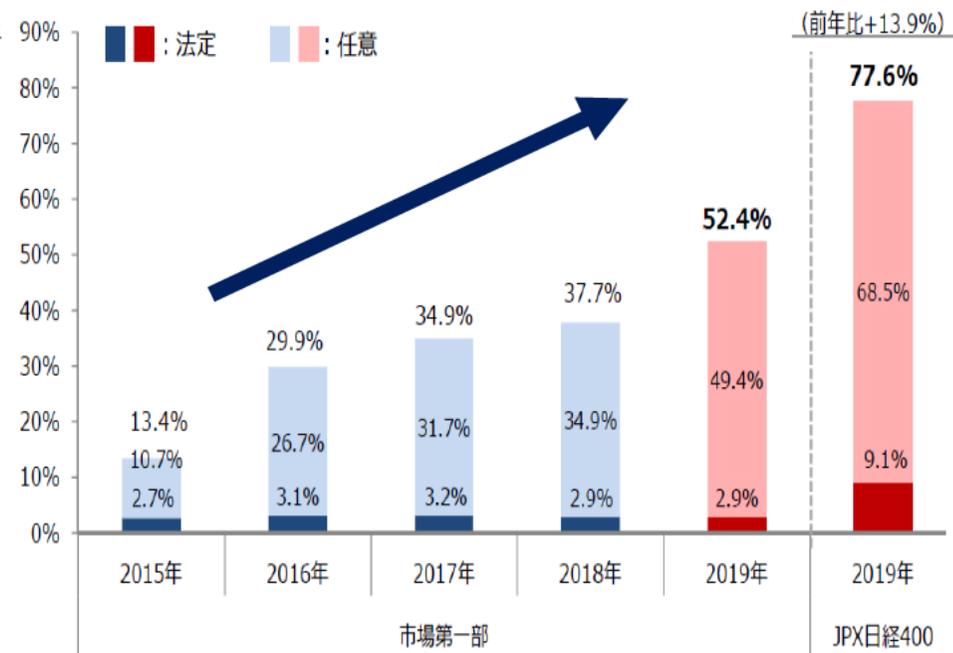
コーポレートガバナンス改革のこれまでの進捗②（指名・報酬委員会の設置）

- 昨年度のコード改訂を受け、指名委員会・報酬委員会を設置する会社も大幅に増加。

指名委員会の設置状況の推移



報酬委員会の設置状況の推移



出所：東証資料「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」を基に経産省加工

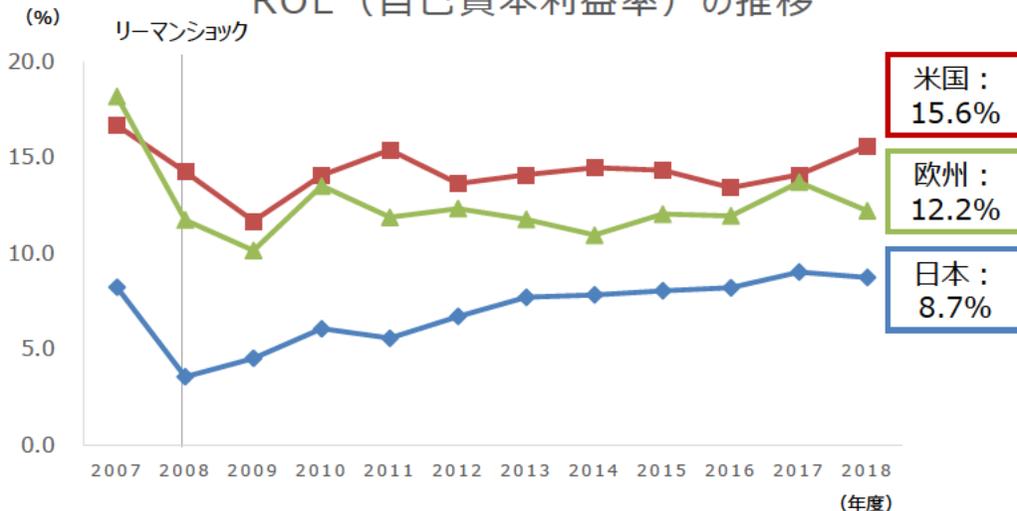
コーポレートガバナンス改革のこれまでの進捗③（利益率）

- 日本の主要上場企業の利益率（ROE、ROA）は、欧米の水準にはまだ及ばないものの、上昇傾向にある。

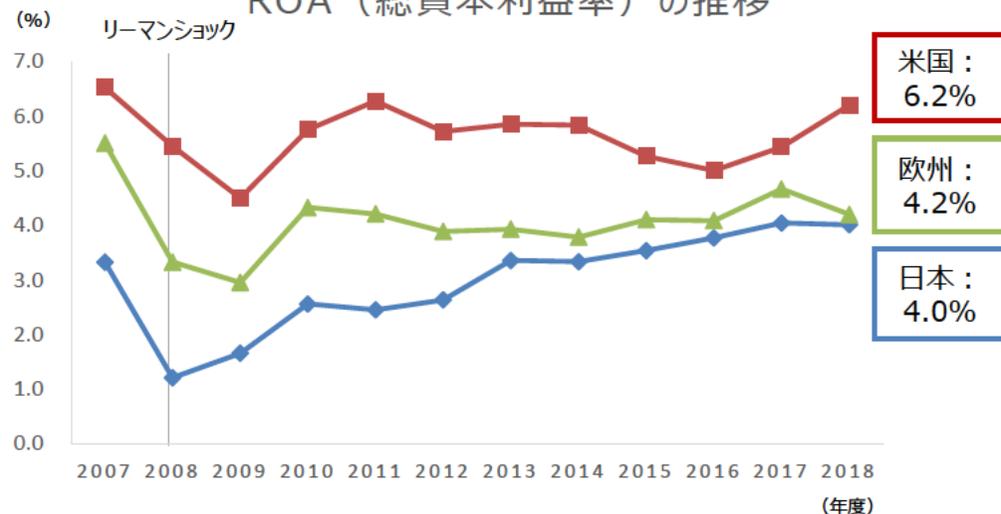
「未来投資戦略2017」（抜粋）

（コーポレートガバナンス改革のKPIとして）**大企業（TOPIX500）のROA**について、**2025年までに欧米企業に遜色のない水準**を目指す。

ROE（自己資本利益率）の推移



ROA（総資本利益率）の推移



（出所）：Bloomberg。分析対象は、以下の企業から中央値を算出。

- ①日本：TOPIX500（東証1部上場企業時価総額上位500社）
- ②米国：S&P500（米国上場企業の内、全主要業種を代表する500社）
- ③欧州：BE500（欧州企業時価総額上位500社）。

ROEは、当期純利益÷自己資本2期平均値で算出。

近年のコーポレートガバナンス改革

	施策	実施状況
日本再興戦略	日本版スチュワードシップ・コード（金融庁）	2014年2月 公表
	「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（経産省）	2016年8月 報告書（伊藤レポート）公表
	会社法改正（法務省）	2015年5月 施行
日本再興戦略 改訂2014	持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会（経産省）	2015年4月 報告書公表
	コーポレートガバナンス・コード（金融庁・東証）	2015年6月 適用開始
日本再興戦略 改訂2015	コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会（経産省）	2015年7月 報告書公表
	金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（金融庁）	2016年4月 報告書公表
日本再興戦略 2016	「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）の策定（経産省）	2017年3月 CGS研究会報告書公表
	「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス（価値協創ガイダンス）」（経産省）	2017年5月 公表 2017年10月 報告書（伊藤レポート2.0）公表
	スチュワードシップ・コード改訂（金融庁）	2017年5月

近年のコーポレートガバナンス改革

	施策	実施状況
未来投資戦略 2017	CGSガイドラインのフォローアップ（経産省）	2018年3月 結果公表 2018年9月 改訂CGSガイドライン公表
	コーポレートガバナンス・コード改訂（金融庁・東証） 「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定（金融庁）	2018年6月 改訂・適用開始
	「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」における相談役・顧問にかかる任意開示制度（東証）	2018年1月 開始
未来投資戦略 2018 成長戦略実行計画・ 成長戦略フォローアップ 2019	「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」の策定（経産省）	2019年6月 公表
成長戦略実行計画・ 成長戦略フォローアップ 2019	「公正なM&Aの在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」の策定（経産省）	2019年6月 公表
	会社法改正（法務省）	2019年12月 成立
	スチュワードシップ・コード再改訂（金融庁）	2020年3月 公表
新たな成長戦略実行計画 策定に関する中間報告	事業再編に関する実務指針の公表（予定）	2020年6月 公表予定

社外取締役に関する規定（改正会社法）

- 改正会社法（令和元年12月4日成立、同月11日公布）により、上場会社等は社外取締役を置くことが義務付けられる（公布の日から1年6月以内の政令で定める日から施行予定）。

改正会社法（抜粋）

（社外取締役の設置義務）

第三百二十七条の二 監査役会設置会社（公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る。）であつて金融商品取引法第二十四条第一項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないものは、社外取締役を置かなければならない。

社外取締役設置の義務付けの理由（旬刊商事法務No2226（2020）「令和元年改正会社法の解説〔V〕」より抜粋）

- **（社外取締役には、）少数株主を含むすべての株主に共通する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い、また、経営者あるいは支配株主と少数株主との利益相反の監督を行うという役割**を果たすことが期待されている。
- 我が国の資本市場の担い手である機関投資家および金融商品取引所等からは、**コーポレート・ガバナンスを実効的に機能させ、わが国資本市場が信頼される環境を整備する観点から、上場会社等には、最低限の基本的な要件として、画一的に、社外取締役を置くことを義務づけられるべき**であるという指摘がされていた。
- また、東京証券取引所の全上場会社における社外取締役の選任比率は、令和元年七月調査時点においては九八・四％（市場第1部においては九九・九％）となっている。このように社外取締役の有用性は一般的に広く認知されているということができるといえるという指摘がされていた。
- そこで、改正法においては、**我が国の資本市場が信頼される環境を整備し、上場会社等については、社外取締役による監督が補償されているというメッセージを内外に発信するため**、会社法において、上場会社等には、社外取締役を置くことを義務づけることとしている。

独立社外取締役の独立性

- 会社法上の「社外取締役」（社外性）と東証の「独立役員」（独立性）の範囲の関係は以下の通り。 ※「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019年6月）の整理を踏まえ、2020年2月に東証「上場管理等に関するガイドライン」が改正され、「親会社から独立した社外取締役」として、**10年以内に親会社に所属していた業務執行者は独立社外取締役に該当しない**こととされた（下図の赤枠部分）。

		取締役の属性		
		上場会社・子会社の業務執行者	親会社・兄弟会社の業務執行者	主要な取引先、多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント等の業務執行者
該当期	現在	独立性×	独立性× ^{注1}	独立性×
	最近 ^{注2} （1年以内）	独立性×	独立性× ^{注1}	独立性×
	過去（10年以内）	独立性× ^{注3}	独立性○ ⇒ 独立性×（10年以内に親会社の業務執行者であった者）	独立性○

（出典）東京証券取引所「独立役員確保に係る実務上の留意事項（2015年6月改訂版）」9頁の図を基に経済産業省において作成。

※ 濃青色部分に該当する場合、社外性なし（会社法2条15号参照）。

※ 濃青色部分に加え、水色部分に該当する場合、独立性なし（青太線枠内）。

※ 近親者や上場会社の経営を支配している自然人については省略。

（定義）「業務執行者」とは、業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人を指す。

（注1）親会社の業務執行者でない取締役を含む。

（注2）実質的に「現在」と同視できるような場合を指す。1年以上前については「最近」には通常該当しない。

（注3）その就任前10年内のいずれかの時において、株式会社又はその子会社の取締役、会計参与（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員）又は監査役であったことがある者（業務執行取締役等であったことがある者を除く。）にあつては、それらへの就任の前10年間も含む。

社外取締役の定義（会社法）

- 会社法上、社外取締役は以下のとおり定義されている。

会社法（抜粋）

（定義）

第二条 この法律において、次の各号に掲げる用語の意義は、当該各号に定めるところによる。

十五 社外取締役 株式会社の取締役であつて、次に掲げる要件のいずれにも該当するものをいう。

イ 当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役（株式会社の第三百六十三条第一項各号に掲げる取締役及び当該株式会社の業務を執行したその他の取締役をいう。以下同じ。）若しくは執行役又は支配人その他の使用人（以下「業務執行取締役等」という。）でなく、かつ、その就任の前十年間当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役等であつたことがないこと。

ロ その就任の前十年内のいずれかの時において当該株式会社又はその子会社の取締役、会計参与（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員）又は監査役であつたことがある者（業務執行取締役等であつたことがあるものを除く。）にあつては、当該取締役、会計参与又は監査役への就任の前十年間当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役等であつたことがないこと。

ハ 当該株式会社の親会社等（自然人であるものに限る。）又は親会社等の取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の使用人でないこと。

ニ 当該株式会社の親会社等の子会社等（当該株式会社及びその子会社を除く。）の業務執行取締役等でないこと。

ホ 当該株式会社の取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の重要な使用人又は親会社等（自然人であるものに限る。）の配偶者又は二親等内の親族でないこと。

独立役員の確保に係る実務上の留意事項（東証）

- 東証は、「上場管理等に関するガイドライン」において、一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素（独立性基準）を定めているが、CGコード上、各社は、この東証の独立性基準を踏まえて自社としての具体的な独立性判断基準を策定し、それを開示することが原則として示されている。

※東証有価証券上場規程436条の2において、「独立役員」とは「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役」とされている。

▶ 独立役員の確保に係る実務上の留意事項（2015年6月改訂版）

3. 独立性に関する判断について

（1）概要

「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない者」であるか否かは上場会社において実質的に判断する必要がありますが、例えば、独立役員として届け出ようとする者が、経営陣から著しいコントロールを受け得る者である場合や、経営陣に対して著しいコントロールを及ぼし得る者である場合には、一般株主との利益相反が生じるおそれがあり、独立役員の要件である「一般株主と利益相反の生じるおそれがない者」には該当しない可能性が高いと考えられます。

- ※ 東証は、下記（2）のとおり、「上場管理等に関するガイドライン」III 5.（3）の2において、類型的に一般株主と利益相反の生じるおそれがある場合を規定しています（以下、同項各号に定める事由を「独立性基準」といいます。）が、独立性基準に抵触しない場合であっても、上場会社における実質的な判断の結果「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない」とはいえない場合には、独立役員の要件を満たさない点に留意が必要です。

（2）独立性基準について

東証は、「上場管理等に関するガイドライン」において、東証が一般株主と利益相反の生じるおそれがあると判断する場合の判断要素（独立性基準）を規定しており、**独立性基準に抵触する場合には、独立役員として届け出ることができません。**既に独立役員に指定している者が事後的に独立性基準に抵触した場合には、直ちに独立役員届出書（その者について独立役員の指定を解除したもの）を再提出してください。

- ※ **独立性基準の抵触の有無に係る判断は、上場会社単体で考えることで差し支えありません。ただし、独立性基準に抵触しない場合であっても、「一般株主と利益相反が生ずるおそれがない」とはいえない場合は、独立役員の要件を満たさない点に留意が必要です。**例えば、上場会社が持株会社形態であるような場合において、社外取締役・社外監査役が重要な事業子会社の「主要な取引先」の業務執行者であるような場合においては、その者を独立役員として届け出ようとする場合、「独立性基準」に抵触しないことが想定されますが、その者が一般株主と利益相反の生じるおそれがない者に該当する場合は、別個の検討が必要と考えられます。

- ※ コーポレートガバナンス・コードでは、「取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである」（原則4-9）としています。この**原則を実施する上場会社は、独立性基準を踏まえて、自社（グループ）の独立性判断基準を策定し、独立役員届出書やコーポレート・ガバナンス報告書等において開示してください。**

(参考) 独立性基準 (上場管理等に関するガイドライン (東証))

▶ 上場管理等に関するガイドライン (令和2年2月改訂版)

(企業行動規範違反に対する措置)

5. 上場会社が規程第4章第4節第1款の規定に違反した場合における規程第508条第1項の規定に基づく公表及び規程第509条の規定に基づく上場契約違約金の徴求の要否の判断は、次の(1)から(8)までに掲げる区分に従い、当該(1)から(8)までに掲げる事項のほか、違反の内容、当該違反が行われた経緯、原因及びその情状並びに当該違反に対して当取引所が行う処分その他の措置の実施状況その他の事情を総合的に勘案して行う。

(省略)

(3) の2 規程第436条の2の規定

施行規則第436条の2の規定に基づき上場内国株券の発行者が独立役員として届け出る者が、次のaからdまでのいずれかに該当している場合におけるその状況

- a 当該会社を主要な取引先とする者若しくはその業務執行者又は当該会社の主要な取引先若しくはその業務執行者
- b 当該会社から役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家又は法律専門家 (当該財産を得ている者が法人、組合等の団体である場合は、当該団体に所属する者をいう。)
- c 最近においてa又は前bに該当していた者
- cの2 その就任の前10年以内のいずれかの時において次の(a)又は(b)に該当していた者
 - (a) 当該会社の親会社の業務執行者 (業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。)
 - (b) 当該会社の兄弟会社の業務執行者
- d 次の(a)から(f)までのいずれかに掲げる者 (重要でない者を除く。)の近親者
 - (a) aから前cの2までに掲げる者
 - (b) 当該会社の会計参与 (社外監査役を独立役員として指定する場合に限る。当該会計参与が法人である場合は、その職務を行うべき社員を含む。以下同じ。)
 - (c) 当該会社の子会社の業務執行者 (社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、業務執行者でない取締役又は会計参与を含む。)
 - (d) 当該会社の親会社の業務執行者 (業務執行者でない取締役を含み、社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、監査役を含む。)
 - (e) 当該会社の兄弟会社の業務執行者
 - (f) 最近において(b)、(c)又は当該会社の業務執行者 (社外監査役を独立役員として指定する場合にあっては、業務執行者でない取締役) に該当していた者

独立社外取締役の役割・責務（コーポレートガバナンス・コード原則4-7）

- コーポレートガバナンス・コードでは、独立社外取締役の役割・責務について以下のように記載している。

コーポレートガバナンス・コード（抜粋）

【原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務】

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
- (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

(参考) 社外取締役に期待する役割・機能 (CGSガイドライン)

- CGSガイドラインでは、「経営陣の多くが自社内での就業経験しか持たない我が国企業では、社外の知見を持つ社外取締役の経験は、経営判断に際して多面的な検討を行う上で有効であり、監督と助言の両面において、社外取締役が積極的に関与することが期待される」とした上で、社外取締役に期待する役割・機能を以下のとおり整理している。

CGSガイドライン【別紙 2：社外取締役活用の視点】(抜粋)

2.1 社外取締役に期待する役割・機能 (総論)

社外取締役に期待される役割・機能の例として、以下の事項が考えられる。

- 経営戦略・計画の策定への関与
- 指名・報酬決定プロセスへの関与
- 利益相反の監督
- 株主やその他のステークホルダーの意見の反映
- 業務執行の意思決定への関与
- 内部通報の窓口や報告先となること

逆に社外取締役に期待しない役割・機能の例として、例えば以下の事項が考えられる。

- 個別の業務執行の細部にわたる指導
- 経営戦略の原案の作成
- 企業の担当者レベルで行われる不正の端緒を自ら探索して発見すること

(参考) 社外取締役の資質 (CGSガイドライン)

- CGSガイドラインでは、社外取締役の資質について、ベースとなるものとして、財務・会計・法務を含め、企業経営に関する基礎的な知識・知見を有していることは求められる一方、社内の事業やその属する業界の事情に精通していることは必ずしも必要な資質ではないとされている。

CGSガイドライン【別紙 2：社外取締役活用の視点】(抜粋)

3 ステップ3：役割・機能に合致する資質・背景を検討する

独立性は、重要な資質・背景の一つではあるものの、独立性があるだけでは足りず、それ以外の資質・背景の多様性も考慮する必要がある。自社の取締役会の在り方や社内取締役の有する資質・背景とのバランス等も踏まえ、社外取締役として実質的に役割・機能を果たすために必要となる資質・背景が何かについて、検討する必要がある。

社外取締役の資質については、企業ごとの個別事情や、それぞれの社外取締役に期待する役割・機能に応じて求められる資質・背景とは別に、そのベースとなるものとして、財務・会計・法務を含め、企業経営に関する基礎的な知識・知見を有していることなど、全上場企業・全社外取締役に共通する、いわばミニマム・スタンダードとして必要な最低限のリテラシーが求められると考えられる。

なお、社外取締役は、社内取締役と比べて社内の事情に精通していないことは当然である。社外取締役に不足している情報については事前にレクチャー等で情報提供を行うなど、社外取締役のサポート体制をしっかりと整えることが重要であり、社内の事業やその属する業界の事情に精通していることは必ずしも社外取締役として必要な資質ではない。

5 ステップ5：社外取締役候補者の適格性をチェックする

(中略) 社外取締役が実質的な役割・機能を果たす上では、必要な資質・背景を有していることに加えて、アベイラビリティ(社外取締役として必要な時間や労力を自社のために費やせること)や、責任感と覚悟(自社の企業価値向上へ意思・意欲があること)も重要である。そのため、例えば、適格性の確認の一環として、社外取締役候補者の本業や兼職の状況を確認することや、あらかじめ社外取締役の兼職数の上限の目安を設けておくことなども検討に値する。

独立社外取締役の有効な活用（コーポレートガバナンス・コード原則4-8）

- コーポレートガバナンス・コードでは、上場会社は少なくとも2名以上の独立社外取締役を選任すべきとされている。

コーポレートガバナンス・コード（抜粋）

【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・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。

また、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、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、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

補充原則

4-8①

独立社外取締役は、取締役会における議論に積極的に貢献するとの観点から、例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的を開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。

4-8②

独立社外取締役は、例えば、互選により「筆頭独立社外取締役」を決定することなどにより、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきである。

(参考) 取締役会議長 (CGSガイドライン)

- CGSガイドラインでは、取締役会の監督機能の実効性確保のため、社外取締役などの非常務執行取締役が取締役会議長を務めることを検討すべきであるとされている。

CGSガイドライン (抜粋)

2.5.1 取締役会議長

自社の取締役会の役割・機能等を踏まえて、誰が取締役会議長を務めることが適切かを検討すべきである。

その際、取締役会の監督機能を重視する場合には、社外取締役などの非業務執行取締役が取締役会議長を務めることを検討すべきである。

取締役会は、経営判断の軸となる戦略の検討・立案を行う場であるとともに、優れた社長・CEOら経営陣を選び、適切なインセンティブを与えることで適切なリスクテイクを促し、その成果をチェックしていく仕組みの中心である。そのため、取締役会の議案の選定を行い、その議事を主宰する議長の果たす役割は、実効的なコーポレートガバナンスを実現するに当たって極めて重要である。

...

各社には取締役会の監督機能を強化することが求められているところ、監督を受ける立場にある社長・CEO等が取締役会議長を兼ね、そのイニシアティブで議案の選定や議事進行を行うよりも、取締役会議長は監督を行う立場にある社外取締役などの非業務執行取締役が務め、執行側は業務執行に関する説明を行う役割に徹する方が、取締役会の監督機能の実効性を確保しやすいと考えられる。

取締役・監査役のトレーニング（コーポレートガバナンス・コード原則4-14）

- コーポレートガバナンス・コードでは、社外取締役を含む取締役（・監査役）は、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべき、また、上場会社は、個々の取締役（・監査役）に適合したトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべきとされている。

コーポレートガバナンス・コード（抜粋）

【原則4-14. 取締役・監査役のトレーニング】

新任者をはじめとする取締役・監査役は、上場会社の重要な統治機関の一翼を担う者として期待される役割・責務を適切に果たすため、その役割・責務に係る理解を深めるとともに、必要な知識の習得や適切な更新等の研鑽に努めるべきである。このため、上場会社は、個々の取締役・監査役に適合したトレーニングの機会の提供・斡旋やその費用の支援を行うべきであり、取締役会は、こうした対応が適切にとられているか否かを確認すべきである。

補充原則

4-14①

社外取締役・社外監査役を含む取締役・監査役は、就任の際には、会社の事業・財務・組織等に関する必要な知識を取得し、取締役・監査役に求められる役割と責務（法的責任を含む）を十分に理解する機会を得るべきであり、就任後においても、必要に応じ、これらを継続的に更新する機会を得るべきである。

4-14②

上場会社は、取締役・監査役に対するトレーニングの方針について開示を行うべきである。

(参考) 社外取締役のサポート体制 (CGSガイドライン)

- CGSガイドラインでは、会社は社外取締役のサポート体制の構築等を検討すべきとされている。

CGSガイドライン【別紙 2：社外取締役活用の視点】(抜粋)

7. ステップ7 就任した社外取締役が実効的に活動できるようサポートする
社外取締役が、その期待される役割を果たすことができるよう、サポート体制の構築等の環境整備を行うことを検討すべきである。

社外取締役が会社のサポートなしに期待される役割を果たすことは困難と思われる。そのため、例えば以下のような工夫が有効と考えられる。

- 取締役会の事前説明の実施
- 経営会議への出席等のアクセスを確保
- 事業所・工場等の見学の実施
- 取締役会以外の場での意見交換会
- 独立社外者のみの会合
- 筆頭独立社外取締役の選定
- 任意の委員会の活用 (特に指名・報酬)

株主との建設的な対話に関する方針（コーポレートガバナンス・コード原則5-1）

- コーポレートガバナンス・コードでは、株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきであるとされている。

コーポレートガバナンス・コード（抜粋）

【原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】

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

補充原則

5-1①

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

（省略）

独立社外取締役等との対話（スチュワードシップ・コード再改訂版）

- スチュワードシップ・コードの再改訂版（令和2年3月）では、ガバナンス体制構築状況や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について、独立社外取締役等との間で対話を行うことの有益性が言及されている。

「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」 ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～

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 - 1 .

機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話¹³を、投資先企業との間で建設的に行うこと^{14,15}を通じて、当該企業と認識の共有^{16,17}を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる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¹⁸。

脚注

17 例えばガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役・監査役等）との間で対話を行うことも有益であると考えられる。

※下線部分は、再改訂版の追記部分。

(参考) 社外取締役への情報提供や意見交換 (CGSガイドライン)

- CGSガイドラインでは、例えば、取締役会の資料の事前送付、取締役会の前の議案の説明、取締役会とは別の会議体の活用等、企業は、社外取締役に対して十分な情報を提供するための工夫を行うべきであるとされている。

CGSガイドライン (抜粋)

2.5.2 社外取締役への情報提供や意見交換 (取締役会以外の会議体の活用等)

・・・社外取締役は基本的には会社やその事業に関する知識を元々十分に有しておらず、経営会議等にも参加していないことが多い。社外取締役が取締役会で実効的な議論をするためには、社外取締役にも十分な情報を提供する工夫が必要となる。

工夫の例として、取締役会の数日前に事前に資料を提供する例や、取締役会の前に議案の説明を行っている例などが存在する。

また、取締役会とは別に、「取締役評議会」などの名称の別の会議体を設け、そこでインフォーマルに情報提供や意見交換を実施することで、社内と社外取締役 (社外役員) とのコミュニケーションの充実を図っている例や、社外役員だけで集まる場を設けて社外役員同士のコミュニケーションの確保や経営陣に対する意見形成を実施する例も存在する。取締役会で議論すべき事項を他の会議体に移すことで取締役会を形骸化させるのであれば問題であるが、そうではなく取締役会で実効的な議論をするための準備として他の会議体も活用することは選択肢の一つと考えられる。

以上のような工夫を行い、社外取締役に対する十分な情報提供と準備を行うことが有益である。その際には、事前の情報提供や意見交換が取締役会当日の議論の制約にならないように配慮することも必要である。

ISS議決権行使基準

- ISSの議決権行使基準では、機関設計や親会社又は支配株主により、社外取締役の人数や独立性の有無に関する具体的な基準を設定しており、それを満たさない場合には、原則として反対することを推奨している。

(注) ISSは、社外取締役が独立性基準を満たさないと判断された場合に、そのみを理由に当該社外取締役の選任に原則として反対の推奨をすることはしないとしている。

経営権の争いがない場合

ISSは会社の機関設計(監査役設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社¹⁾)により、異なる助言基準を持つ。

監査役設置会社

監査役設置会社においては、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。

- 資本生産性が低く(過去5期平均の自己資本利益率[ROE]が5%を下回り)かつ改善傾向²⁾にない場合³⁾、経営トップ⁴⁾である取締役
- 株主総会後の取締役会に占める社外取締役⁵⁾が2名未満の場合、経営トップである取締役
- 親会社⁶⁾や支配株主⁷⁾を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占める(1)ISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名未満の場合、または(2)ISSの独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役
- 前会計年度における取締役会の出席率が75%未満の社外取締役

なお、社外取締役がISSの独立性基準を満たさないと判断された場合に、そのみを理由にISSが当該社外取締役の選任に原則として反対の推奨をすることはしない。

ISS議決権行使基準

指名委員会等設置会社

指名委員会等設置会社においては、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。

- 資本生産性が低く(過去5期平均の自己資本利益率[ROE]が5%を下回り)かつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役
- 株主総会後の取締役会に占める社外取締役⁸の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役
- 親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占める (1) ISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名未満の場合、または(2) ISSの独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満の場合、経営トップ及び指名委員である取締役⁹
- 株主総会後の取締役会の過半数が独立していない場合、ISSの独立性基準を満たさない社外取締役
- 前会計年度における取締役会の出席率が75%未満の社外取締役、及び監査委員会の出席率が75%未満の監査委員である社外取締役

監査等委員会設置会社

監査等委員会設置会社においては、下記のいずれかに該当する場合、原則として反対を推奨する。

- 資本生産性が低く(過去5期平均の自己資本利益率[ROE]が5%を下回り)かつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役
- 株主総会後の取締役会に占める社外取締役¹⁰の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役
- 親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会に占める (1) ISSの独立性基準を満たす社外取締役が2名未満の場合、または(2) ISSの独立性基準を満たす社外取締役の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役
- ISSの独立性基準を満たさない監査等委員である社外取締役¹¹
- 前会計年度における取締役会の出席率が75%未満の社外取締役、及び監査等委員会の出席率が75%未満の監査等委員である社外取締役

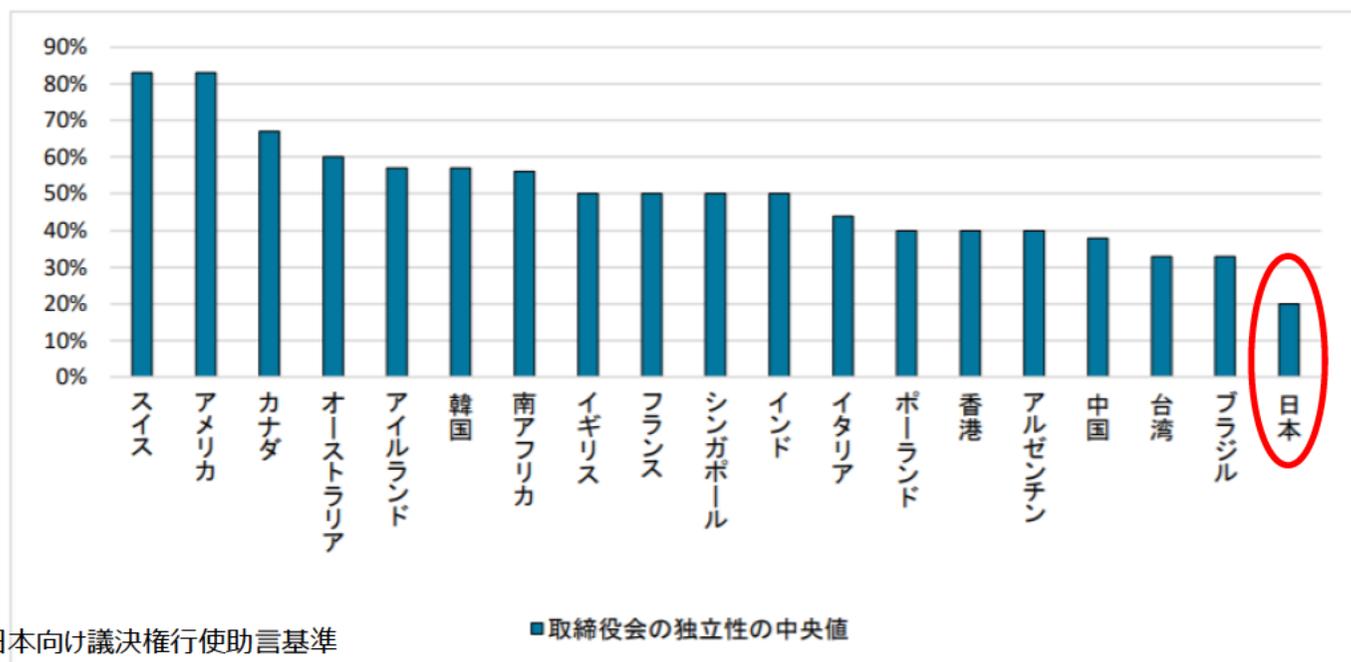
(参考) 日本の取締役役会構成

- 2020年版日本向け議決権行使助言基準において、ISSは日本の取締役役会の独立性の低さを指摘している。

取締役役会構成

他市場との比較において、日本の取締役役会の独立性の低さは際立っている。しかしコーポレートガバナンス・コードの導入や会社法の改正により、この状況は近年大きく変化している。図2が示すように、2019年1~6月に株主総会を開催したISS調査対象の日本企業(約2600社)のうち、88.3%で複数の社外取締役が選任された。大企業ではその傾向が顕著であり、TOPIX 100構成企業では全企業で社外取締役が複数選任され、71.1%の企業では社外取締役が取締役会の3分の1以上を占めている。

図1: 取締役役会独立性の国際比較¹⁷



社外取締役に対する関係者の評価・期待(1/2)

- 経済産業省が実施した機関投資家や弁護士、コンサル等に対するヒアリングにおいて、社外取締役に対する評価や期待として以下のような声が聞かれた。

【学習・教育の必要性】

- 社外取締役は、候補者プールが非常に少ない。社外取締役の役割は、経営戦略だけではなくファイナンスや投資家対応などを含めて理解した上で、①知識やアドバイスの提供、②経験に基づいたアドバイス、③経営者と近いところでのオフラインでの対話などがあるが、この3つ揃っている方は、私が接した中ではごく少数だと考えている。社外役員が果たすべき役割や基礎知識に関する試験を実施するのもいいのかもしれない。(コンサル)
- 日本の社外取締役は大変まじめな方が多くすべてを理解しようとするので、よく日本の取締役会はスピード感がないといわれるが、社外取締役がどうしてもネックになってしまう場合がある。やはり社外取締役を導入するにあたって、社外取締役の育成・トレーニングが必要であると思う。(弁護士)

【取締役会の多様性】

- 日本企業の取締役会の構成について、もっと多様性があった方がよいと思う。企業が今どういったステージにあり、どういうアドバイスを取締役からもらえると適切な経営が出来るかについて考えた上で、それを踏まえたときにどういった人たちが入ってくれるとよいのかをしっかりと考えることが必要。(コンサル)

【役割認識の欠如】

- 社外取締役の本当の役割は、株主代表として方向性を誤らないようにガバナンスを効かせることである。つまり、株主という企業価値の責任主体と経営の向かっている方向がずれないように監督するのが仕事であるが、なかなか分かってもらえない。質を高めずに人数だけを増やすのは反対であるものの、長期的には、過半数、それ以上が理想である。(投資家)

課題

社外取締役に対する関係者の評価・期待(2/2)

期待

【客観的な視点】

- 議決権行使助言会社は、あまり企業の話を見聞かずに、どちらかというアクティビストの話により重きを置く傾向が多いと感じている。これは、株主総会が集中することや、情報の非対称性が存在するため、適切に判断を下すのも構造的には難しいことが要因としてあげられる。このため、こうした情報の非対称性を解消する手立てとして、社外取締役の人たちに期待したい。彼らは会社の情報を持っているので、客観的に自分たちの意見をフェアな観点で見解を述べてほしい。（投資家）
- 社外取締役は、過去の経営判断（認知的不協和）に縛られない、ゼロベースでの合理的な判断、意思決定を主導すること。認知的不協和は非常に強力でよく現場で散見される。社外取締役の方々は外部の独立した立場から、バイアスがかかりにくい存在だと思うので、過去の経営判断には縛られず、合理的な意思決定を期待したい。（投資家）

【エンゲージメントへの関与等】

- アメリカでは、アクティビスト含め投資家との対話に社外取締役が関与することが期待されている。ガバナンス面については、社外取締役の発信及び対話が非常に期待されているという傾向にあり、それは国内でも同様。しかしながら、日本では社外取締役が実質的に株主との対話に参加していない。他方、アメリカでは一人を除いて基本的に社外取締役なので、個別面談、IRミーティングにおいて社外取締役の人が積極的に顔が見える状態、対話に参加しているという状態になっている。アメリカの現状と日本の現状で非常に違うが、今後、社外取締役が対話の機会を増やしていくべきだと思うが、それはやはり資質、経験、人材不足という面が非常に大きく、トレーニングの面もあると思う反面、社外取締役の声を期待するという面で、リテール株主の責任も割と大きいと思っている。（弁護士）
- 日本の社外取締役の方とアメリカの社外取締役の方の話を見ると、意識の差が鮮明である。日本の社外取締役というのは善管注意義務を企業に対して負っているという認識はあるが、株主というのは企業の一部という認識なので、株主へのFiduciary Dutyという意識が間接的になって希薄化している。株主・ステークホルダー・経営者がアラインするように制度を設計するという役割を期待。（投資家）

(参考) Non-Executive Director's Handbook

- 英国においても、Non-Executive Directors' Association (NEDA)が主体となり 社外取締役向けのガイドライン（2019年2月に第5版）を策定・公表している。

主体	<ul style="list-style-type: none">• The Non-Executive Directors' Association (NEDA) is an organization dedicated to non-executive directors (NEDs).• The objective of NEDA is to provide member NEDs with a comprehensive range of practical support, education and advice, in association with a number of key partner organizations, including the Institute of Chartered Secretaries and Administrators(ICSA).
目的	<ul style="list-style-type: none">• The responsibility of Non-Executive Directors is heightened by the UK's well-deserved global reputation for the highest standards of corporate governance. These standards are underpinned by well-developed codes and guidelines which are regularly updated in light of new experience. <u>This Non-Executive Directors' Handbook provides a comprehensive guide for NEDs at each stage of their career.</u>
指針 の構成	<ol style="list-style-type: none">1. The role of the non-executive director2. Directors' duties and liabilities3. Becoming a NED4. NEDs and the board of directors5. Effective boards and board meetings6. The audit committee7. The remuneration committee8. The nomination committee9. Strategy10. Internal control and risk management11. Financial reporting and auditing12. Director development and board performance evaluation13. Relationships with stakeholders

(参考) Non-Executive Director's Handbook

- 同ガイドラインでは、社外取締役が果たすべき役割は企業によって異なるとしつつも、主要な役割として、①企業戦略の策定への貢献、②執行陣の監督と説明責任の追及、③財務情報の真正性に対する監督と内部監査体制の構築、④執行陣の報酬設計、社内取締役の指名・解任及び後継者計画の4点を挙げている。

The role of non-executive directors

Non-executive directors should contribute to the effectiveness of the board in companies of different types and size, but their contribution can be particularly valuable in companies where there is separation of ownership of the company from control, and the members of the board own a relatively small proportion of the total number of shares in issue. NEDs must work together with their executive colleagues as a board of directors to lead the company, but at the same time NEDs must also act in a monitoring role, protecting the interests of the shareholders against the risk of excessive self-interest by executive management. There are four broad roles for non-executive directors:

- I. They contribute to the formulation of company strategy. As members of the board, they should 'offer constructive challenge (and) strategic guidance'. If they bring specialist knowledge to the board in areas such as digital and cyber security activities, they should also offer specialist advice.
- II. They should review the performance of executive management in meeting their agreed goals and should 'hold management to account'.
- III. They should monitor the integrity of the financial information produced by the company, and satisfy themselves that the systems of internal control and risk management are robust and defensible.
- IV. They have responsibilities for deciding appropriate levels of remuneration for executive directors and, given the emphasis on broader stakeholder engagement, other senior management and employees. They also have an important role in the appointment and removal of executive directors, and in succession planning.

(参考) Non-Executive Director's Handbook

- 同ガイドラインでは、取締役会の構成員として、執行側からはCEOとCFOの2名が入れば足りるとしている。具体的には、CEOは、執行陣のトップとして取締役会と執行側の関係を取り持ち、CFOは、会計やファイナンスに関する専門知識を取締役に提供することが期待されているとしている。
- その上で、社内取締役には、取締役会の一員としての責任と執行陣の代表としての責任の適切なバランスを維持することが必要とされており、社内取締役の責任は担当範囲に限られず、当該企業が運営するビジネス全般に及ぶ点が強調されている。

The role of executive directors

It could be argued that a unitary board needs only two executive directors in its membership: the chief executive officer (CEO) and the finance director or chief finance officer (CFO). The CEO provides a link between the board and the executive management team, as leader of the executive team, and is therefore accountable to the board for management performance. The finance director provides expertise in accounting and finance, an aspect of the company's affairs that can drive much of the board's decision making.

Executive directors have a balancing act to perform between their responsibilities as directors and their responsibilities as executive managers, which are different. The FRC's *Guidance on Board Effectiveness* (revised July 2018, which provides guidance on applying the principles and provisions of the UK Corporate Governance Code) stresses that executive directors have the same duties as other members of a unitary board and that their duties extend to the business as a whole, not just that part which is covered by their executive roles. In the boardroom, they should take the wider view of their responsibilities.

(参考) Non-Executive Director's Handbook

- 同ガイドラインでは、コーポレートガバナンスの中心は取締役と株主の関係にあるとしている。
- 具体的には、取締役は、「株主(principal)のために行動する会社のagent」として考えられ、株主利益の最大化のために行動しつつ、株主に対する説明責任を果たす必要があるとしている。
- 指針や規則の目的は、取締役がその責務を果たし、ガバナンスの質を上げることにあるとしている。

Corporate Governance

At the heart of corporate governance is the relationship between the directors of a company and the equity shareholders. This can be compared with the agency-principal relationship. **The board of directors of a company can be seen as the agent of the company, acting on behalf of its principal (the shareholders). The agent must act in the best interests of the principal, and should be accountable to the principal for its stewardship of the company's assets.**

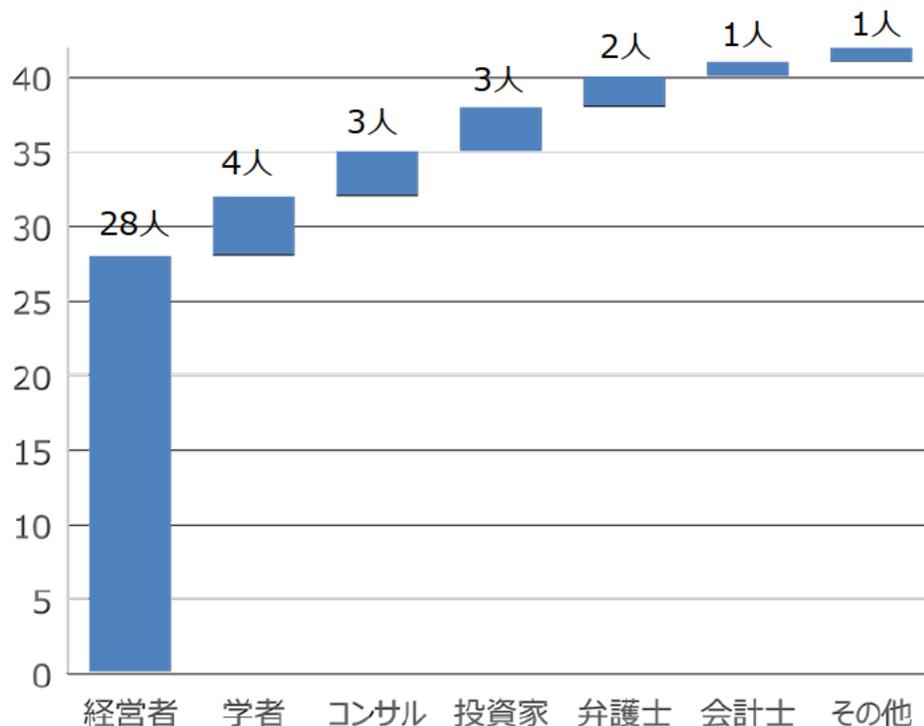
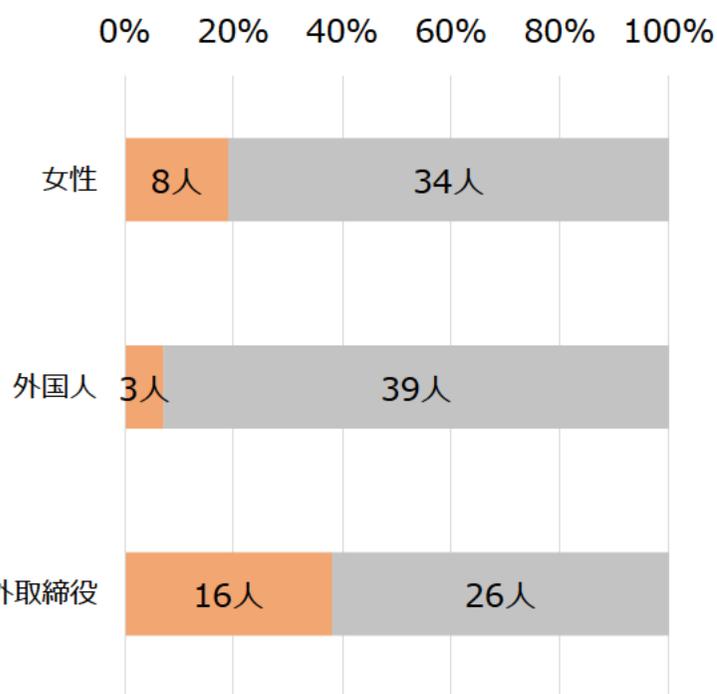
In practice, this 'ideal' relationship between the directors and the shareholders does not always function as effectively as it should. **The aim of the guidelines, rules and regulations on corporate governance is to improve the quality of governance, so that the directors fulfil their obligations to shareholders.** In doing so, they should improve the performance of the company and meet the needs of its shareholders more successfully.

2. 社外取締役インタビュー調査の概要

社外取締役へのインタビュー調査の概要

- 経済産業省では、企業価値向上のための取組を実践されている社外取締役の役割認識や具体的な行動をモデル事例として収集するため、2019年10月から2020年2月にかけて、42名の社外取締役に対してインタビュー調査（※）を実施した。（インタビューの項目については次頁）
※PwCあらた有限責任監査法人に委託。
- インタビュー対象者の選定は、取締役会議長や指名委員会委員長を務めている社外取締役を中心に、女性・外国人、経営者、学者、投資家、弁護士などの属性や機関設計なども考慮した。

インタビュー対象者42名の内訳



注：複数の属性にまたがる経歴の方については、事務局にて、直近あるいは主なものに分類した。

社外取締役へのインタビュー調査の質問票(1)

- 社外取締役に対するインタビューは、以下の質問項目に基づいて実施。

1. 社外取締役としての役割認識・心構え等

- (1) 社外取締役として最も重要な役割、そうした役割を果たすための資質はどのようなものだと思いますか。また、社外取締役として活動される際、貴方が特に心掛けていること、あるいは留意していることがあれば教えてください。
- (2) 会社側から、社外取締役としてどのような役割を期待されていると思いますか。
また、ご就任を打診された際、貴方に期待する役割について、会社側からどのような説明を受けましたか。
- (3) 執行陣と社外取締役の関係は、どうあるべきとお考えですか。
- (4) 社外取締役として活動される際、どのような経験・知見、トレーニング（第三者による研修や独学を含む）が役に立ちましたか。また、一般的に、どのような経験・知見やトレーニングが有効だと思われるか。

2. 社外取締役としての取組の在り方

例えば以下の事項について、貴方がこれまで行ってこられた取組について、ご教示ください。

また、貴方のご経験から、企業価値向上のために社外取締役としてどのような取組が有効だと思われるか。

(1) 取締役会の議論の活性化のための取組

例①：取締役会資料が膨大であるため、エグゼクティブ・サマリーの作成を依頼し、作成してもらった。

議案の全体像を把握しやすくなり、取締役会で発言しやすくなった。

例②：取締役会議長として（あるいは取締役会議長に対して）、議案の選定方法の変更を提案し、

以前は個別の業務執行案件が議論の大半を占めていたが、今では、例えば10年後の会社のあるべき姿について、大所高所の視点から幅広い議論が行われている。

(2) 社長・CEO等の経営陣と意思疎通や信頼関係構築のための取組

(3) 他の社外役員と意思疎通を図るための取組

社外取締役へのインタビュー調査の質問票(2)

2. 社外取締役としての取組の在り方

- (4) 株主・機関投資家とのエンゲージメントへの関与（自ら株主との対話を行う、あるいは執行サイドが受けた株主からの要請や提案に関して意見を述べる等）
- (5) 経営戦略・計画の策定への関与
- (6) 経営陣の指名・報酬プロセスへの関与
- (7) 経営陣のリスクテイクの後押し
- (8) 事業ポートフォリオマネジメントや事業再編への関与
 - 例③：経営環境の変化に迅速に対応できるよう、会社として定期的に事業ポートフォリオを検討する仕組みを構築することを提案した。
 - 例④：事業部門を超えたリソースの再配分や、事業の切出し・撤退の議論に際し、独立した立場から議論を後押しした。
- (9) 自社のガバナンス体制（機関設計や取締役会構成）についての意見具申
- (10) その他、コーポレート・ガバナンスの実効性を高めるための取組

3. 会社側のサポート体制・環境

- (1) 会社側のサポート体制・環境について、課題があると感じていますか。
- (2) サポート体制や環境に関して、会社側に何かを要請したことはありますか。その結果、何がどのように変わりましたか。
 - 例⑤：社内の経営会議等における議論が見えにくかったため、議論の経過を把握できるよう資料や議事録を入手する、あるいは社内の情報システムへのアクセス権限を付与してもらった。
 - 例⑥：会社の状況を理解するため、各事業部門の責任者から現状や課題、リスクなどを聞く機会を設けてもらった。

3.本日まで議論いただきたい主な論点

本日は議論いただきたい主な論点

1. 我が国の社外取締役の現状と課題について

- ガバナンスの中心的担い手として、実質的な機能発揮ができているか。
- 実質的な機能発揮のための課題は何か。

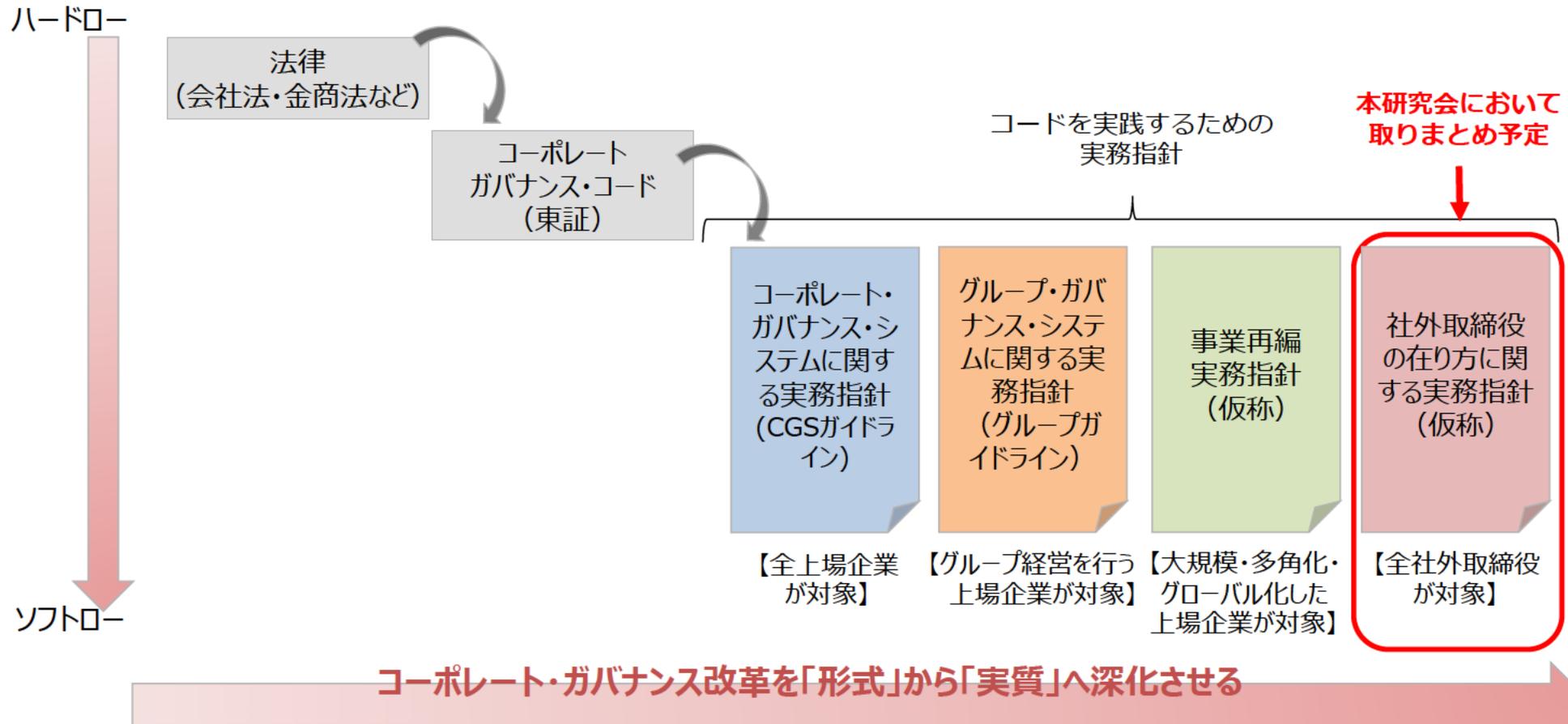
2. 実務指針案の位置づけと基本的な構成について

- 3章構成でよいか（1. 心得（役割認識と心構え）、2. 場面ごとの具体的行動、3. 企業側のサポート体制）
- 各項目ごとに、参考事例として社外取締役インタビュー調査における主なコメントを列挙している構成でよいか
- 各章において記載すべき項目として、過不足がないか
- 各項目における記載内容について、提言の基本的な方向性が適切なものになっているか
(例)
 - i. 心得1：会社法上の位置づけを踏まえ、社外取締役に期待される役割として「監督」を中心に据え、「執行」との関係、「助言」「経営者のサポート」役割との関係を整理
 - ii. 心得5：利益相反の場面として、MBOや支配株主による買収に加え、敵対的買収への対応や第三者割当を列挙
 - iii. 2章4. 取締役会等の実効性評価の中で、社外取締役自身の評価の意義について言及
 - iv. 2章6. 投資家との対話やIR等への関与の意義を述べ、社外取締役の関与を推奨
 - v. 3章2. 利益相反リスクがある場面等における外部専門家の活用のための費用サポートを推奨

本指針の位置づけ

- 本指針は、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」、「事業再編実務指針（仮）」と並んで、コーポレートガバナンス改革を形式から実質へ深化させるための実務指針と位置付けてはどうか。

※ 3つの実務指針が主に企業（経営者・実務担当者）向けであるのに対し、本指針は社外取締役を主な対象とするもの。



4. 今後のスケジュール

今後のスケジュール

第17回 5月13日(水)	<ul style="list-style-type: none">• 社外取締役向けアンケート結果の報告• ガイドライン（案）の検討
第18回 6月9日(火)	<ul style="list-style-type: none">• これまでの議論を踏まえたガイドライン（案）の検討• ガイドライン（案）のとりまとめ
第19回 6月24日(水)	【予備日のため議論の状況に応じて開催】 <ul style="list-style-type: none">• これまでの議論を踏まえたガイドライン（案）の検討• ガイドライン（案）のとりまとめ
6月末日途	<ul style="list-style-type: none">• ガイドラインの公表（予定）