

CGS研究会（第2期）

第18回 議事要旨

1. 日時：令和2年6月9日（火）10時00分～12時00分
2. 場所：Skype
3. 出席者：神田座長、青委員、伊藤委員、大杉委員、太田委員、翁委員、神作委員、小口委員、後藤委員、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、柳川委員、井上課長、竹林参事官
（欠席：石田委員、江良委員、大場委員、小林委員、富山委員）
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：

事務局より資料2（社外取締役の在り方に関する実務指針（仮称）（案））及び資料3（社外取締役向けアンケート調査結果）について説明した後、討議を行った。その後、社外取締役の在り方に関する実務指針（仮称）（案）の最終的な取りまとめについて座長一任となった。討議の概要は以下のとおり。

 - 【大杉委員】提出資料に関して簡単にご説明したい。

資料2の一番最後のページに、「外部の専門家を利用する費用面のサポート」について書かれているが、ここはあまり議論になっていない。私も、資料2に書かれている記載内容に特に意見があるわけではない。ただ、前提として、法律がどうなっているかと言うと、取締役が社内であれ社外であれ、期待される職務の執行について一定の費用負担をしたときには、会社法には明文規定はないものの、民法の規定の準用によって、その費用は会社に請求できることが定められていることをまず確認し、共有しておきたい。

また、そのとき、社外取締役にどこまでのことができるのか。実務指針案ではMBOなどの外部専門家を雇う場合を例として挙げているが、法解釈として、どこまでのことができるのか。この点については、学界でも必ずしも議論がされていないように感じていたので、やや私見を交えて書いた。この研究会がこの点についての法律上の議論をする場所ではないことは承知しているが、この点を議事録に残し、もし他の意見があれば、それをいただくことができれば幸いだと思い、意見書を提出した次第である。
 - 【澤口委員】前回の議論を伺って、ガイドラインの基本的な考え方について、

私は相対的に違和感が少ないということを改めて実感したので、大人しくしていた。ただ、少し気になっているのは、この指針案を使う立場からすると、既に 100 ページ近くになっているし、また、色々な立場から多様な考え方が交じると、使いにくく、分かりづらいものになるのではないのかという点を心配している。

そもそも、この研究会の委員が想定している社外取締役の姿は、かなり幅があるのではないか。その全てを取り込むと、意味不明なものになるのではないか。あるいは、最大公約数とすると、改めて提示する意義が低くなってしまっているのではないか。

一方で、異論があるのも事実で、私自身も、第 1 章の心得の中では、社外取締役の助言を重視する辺りは少し違和感を持って読んでいるが、読んでもらえる可能性は相対的に高い、指針案第 1 章の本文部分は、できるだけシンプルにとどめて、異論や詳細は脚注や第 2 章以下で記載されてはどうか。あまり複雑なものにすると、ガイドラインとして機能しないのではないかと若干気になった。

- 【佐久間委員】私の懸念は、澤口委員の指摘と重なっている。最初に述べたように、今回の研究会に参加している方には、ほとんど「釈迦に説法」という内容が多いかもしれないが、日本の上場会社の社外取締役の一般的な認識なり考えというのは、今回も取り上げられているアンケートに表れているように、かなりギャップがある。そういう意味で、第 1 章の 5 つの心得さえ頭に入ればそんなに踏み外さない、という形にすべきだ。その点で、澤口委員が指摘した工夫が必要だろう。

加えて、「社外取締役は適切な判断をしなければいけない」という記述が色々なところに出てくるが、具体的に何が社外取締役にとって適切かの基準について、一言で言うと、その会社の中長期的な企業価値の向上が図られるのかである。実際、取締役会に色々な議案が上がってきて、その賛否を表明する、あるいは問題が出てきたときの判断基準は、あくまでも、どうすれば企業価値の向上が図られるかということに尽きる。もちろんコンプライアンス上の問題は一丁目一番地の話だが、それを措いておくと、まずそういうことで常に判断してくださいということを、どこかで明確に書くと良い。

具体的に言うと、資料 2 の 15 ページで、「不適切と認めたときは是正を命じる」とある。この「不適切」とは何かというと、もちろん法令上なりコンプライアンスの問題はあるが、企業価値向上という観点で見て問題だというときは、そういう決定をすべきではないし、そういう施策を採るべきではないということだ。一方で、企業価値の向上のためには、そういうことをやる

べきだということもある。このあたりをもう少し解説したほうが、世の中の広い意味での社外取締役役に役立つ指針案になるのではないだろうか。

- 【伊藤委員】 色々な点で改善されたと思う。前半で細かい点を申し上げて、後に全体についてコメントさせていただく。

まず、資料2の14ページの中に、「少なくとも一年に一度、資本コストを踏まえて、中長期的な企業価値の向上がなされているかどうかというのを判断しましょう」というくだりがあるが、このフレーズはやや誤解を生む可能性がある。「少なくとも一年に一度」というのは、読みようによっては、「少なくとも一年に一度、資本コストを計測して、それで資本コストを上回って企業価値が生まれているかどうかを検討しましょうね」と読めそうだ。しかし、本来であれば、一年に一度ではなく、常日頃から、資本コストを上回るような事業やプロジェクトを実行し、その結果、企業価値を生んでいるかどうかを検討するわけだ。「少なくとも一年に一度」の「少なくとも」という部分は、よくあるように、ミニмумがマキシмумになってしまうことがある。だから、今、資本コストという意識も大分出てきたので、「少なくとも一年に一度」というのは削って、「資本コストを踏まえて」というように変えて良いのではないか。

それから、32ページの6行目に、細かくて恐縮だが、「経営目標や報酬 KPI」というのが出てくるが、KPIは何も報酬だけではなく、中期経営計画の KPIもあるので、ここは「報酬」という言葉は入れなくても良いのではないか。

それから、17ページで、助言ということについて書き加えてもらったが、この実務指針案は、社外取締役の役割は監督ということで一本筋を通して、監査役会設置会社であれば、マネジメントボードなので、助言というのは当然必要になるし、かつアンケート調査でも助言という期待があるという結果が出ている。だが、私の経験では、監督と助言というのは監督バーサス助言というように対立的なものではなくて、監督する際に助言するということは幾らでもある。ある案件のときに、「こういう視点から捉え直したら良いのではないですか」というような発言を社外取締役の方がすることがある。例えば、「ITの進展、DXを睨んだときに、もう少しこのような視点を入れたら良いのではないか」というような助言は、ある意味では、十分に監督に繋がってくるので、助言について記載されたのは大変結構だが、トーンとしては、監督と助言をあまり二項対立的に捉えないほうが良い。そのような表現ぶりをどこかに記載すると良いと思う。

それから、23ページの第2章の1.1だが、青委員の指摘で、社外取締役の活躍に対する経営陣の意識、意欲が出发点であることを最初に入れるべきと

いうことであつたので、それに対応して、「就任時にこういった点について経営陣の考え方を確認しておくことが重要だ」と記載されたのだと思う。それはそうなのだが、本来のプロセスとしては、社外取締役の側から、「社外取締役に対してどんなことを期待しているのだ」、「取締役会の在り方はどう思うのだ」と聞くよりは、会社側が社外取締役に就任をお願いする際に、会社側から、「取締役会の機能・役割をこのようにしたい、ついては、社外取締役の方に監督も含めて尽力いただきたい」という説明がまずあって、それに対して社外取締役が質問したりして、すり合わせていくというのが本来のプロセスであるべきだと思う。今回の実務指針案では、全部社外取締役で一本筋を通していているから、みんな社外取締役が主語、あるいは主体になっている。だが、ここでは会社側が自主的、自発的に取締役会の役割について、新しく就任していただく社外取締役の方にまず説明するというプロセスがあって、すり合わせがあるのが本来だと思う。

それから、全体を通して少し気づいた点を申し上げたい。

今述べた点と関連するが、社外取締役がということで、心得も含めて、この実務指針案を作成しているから、どうしても他律のトーンが当然強く出る。確かに、今の日本のコーポレートガバナンス改革は他律を通して、取締役会の実効性を高める、あるいは活性化を図ろうとしてきた。しかし、まずは会社側、あるいは経営陣、CEOの主体的、自律的な姿勢が大事で、そこに他律というようなある種のメス、牽制を入れるというのが本来の姿だ。前回も申し上げたが、この実務指針案を会社の経営陣が読んだときに、どう受け止めるだろうか。これだと社外取締役はどんどん他律で、規律を強めていくというように読まれてしまい、あまり良いことではない。本来は会社側の自律があって、そこに他律を加えて、取締役会での議論、意思決定の質を向上していくというのが狙う姿なので、そういう視点からもう一度見てもらいたい。

もう一点、社外取締役の役割は、確かに基本的に監督なのだけれども、取締役会のメンバーでもある。そうすると、とりわけ監査役会設置会社の場合には、重要な業務執行の決定に当たって、取締役会のメンバーとして、主要な意思決定の参画者になる。つまり、取締役会の一員として社外取締役もそういう責任を負っているということをもう少し出す必要があると思う。だからこそ緊張感が出るわけで、それをもう少し出さないと、社外取締役がよく批判にさらされるように、何か他人事だ、評論的だという批判に繋がってこざるを得ない。例えば、M&Aという重要な意思決定案件についても、仮に取締役会の過半数が社外取締役で占められている場合には、社外取締役の意向、総意で意思決定が変わってくる。もちろん執行は社内の経営陣がやるにしても、M&Aの意思決定が社外取締役の意向、総意で左右される、あるいは変わ

ってくることがある。なので、その点もやはり社外取締役の重要な役割、あるいは側面としてどこかに盛り込んだ方が良いのではないか。

- 【塚本委員】資料2の8ページの第二段落の、どのような会社を主に念頭に置いているかという点について、コメントしたい。現在の記述では、グローバル競争の中で成長を目指す企業の社外取締役向けであると書かれている。一方で、この指針の内容は、かなり網羅的であり、広く社外取締役に当てはまる事項が書かれている。また、「形式から実質へ」ということで、社外取締役のボトムアップを狙っている側面もあると理解している。すなわち、今後、改正会社法が施行されて社外取締役が義務づけられる予定であり、また、実態としても、既に、多くの上場会社で最低2名の社外取締役が置かれている中で、各社外取締役にもっと頑張ってもらおう、役割を実質的に果たしてもらおうというメッセージの指針であると理解している。そのような観点からは、グローバル競争をしている会社に絞っているわけではないとしても、それを主に念頭に置いていると書くのは、もったいないと思う。また、そのような会社の社外取締役の中には、既に十分に意識して行動している方々が多い可能性もある。この冒頭の部分は、第1段落だけでなく、第2段落も、もう少し普遍的な話として書いたほうが良いと感じた。あえてここまで限定したような形で書かなくても良いのではないのかという意見である。

- 【松元委員】今回行われた社外取締役に対するアンケートの中で、「どのような意識で行動していますか」という質問に対する答えとして「株主を除くステークホルダーのために行動する」ことを最も重視していると答えた方が一番多かった。しかも、10%程度の方は、「執行陣のために行動する」ことを最も重視していると答えている。この点が、少し理想、想定とずれているのではないかというのが、前回の大きな気づきの一つだった。

このズレは、今回、「形式から実質へ」ということを考える上で重要なポイントだと思うが、今、示されている実務指針案でそのことが読み取れるかという、読み取れないのではないかという感じがする。そこで、「アンケートを取ってみたところ、社外取締役の多くは株主のために行動することを最も重視するという意識ではないが、本来は、株主のために会社利益を最大化するために行動することが想定されている」ということをもう少し強調したほうが良いと思った。

具体的に述べると、まず《前説》社外取締役の位置付けの中の、社外取締役の役割として、「株主からの付託を受けて、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図る観点から企業を監督することが基本的な役割で

ある」と記載されていた部分がある。だが、今回、案を修正したことに伴って、おそらく意図的ではないと思うが、この部分が「取締役の」役割という項目に組み込まれてしまい、「社外」取締役の役割が、株主からの付託を受けて経営を監督することだということが、結果的に落ちてしまっている。そこで、「社外」取締役の役割を主語にして、それは株主から付託を受けて、株主利益のために行動することが第一であるということを、最初のあたりで入れた方がよい。

心得 1 に入れるのが一番良いのではないかと思う。今、心得 1 のところで、「社外取締役の最も重要な役割は経営の監督である」ということは記載してあるが、この心得 1 を見ても、必ずしも、「第一にやらなければいけないことは、会社の利益の向上のために、株主の利益のために、会社の利益のために行動することなのだ」ということは読み取れないのではないか。せっかくアンケートを取って、我々が期待している役割と実際に社外取締役が自ら規定する役割に齟齬があることが分かったのだから、そこを明確に示すことを是非やってもらいたい。注をつけて、「アンケートではこういう回答があったけれども、やはり株主の利益のために行動するのが第一のはずである」ということを書くのも良いのではないか。

● 【三笈委員】私からは 2 点申し上げたい。

1 点目は、先ほど来から議論になっている資料 3 の「社外取締役の意識（誰のために行動しているか）」というアンケート結果についてである。このデータの読み方が、ここで議論されているような読み方で正しいのかどうかを、何らかの形で確認することはできないか。問 13 のような選択肢が並んでいて、その中であえて「社長・会長をはじめとする執行陣のために行動する」を選んでいる方は、どういうつもりでこれを選んだのか、その理由を知りたいところである。

1 つの可能性としては、一般株主の利益に反したとしても、執行陣の利益のために行動するつもりでこの選択肢を選んだというものである。また、別の可能性としては、最終的には一般株主のためかもしれないけれども、直接的には一般株主のために働いている社長、会長をはじめとする執行陣を支えるために行動しているつもりでこの選択肢を選んだというものである。後者の場合は、直接的には執行陣のために行動しているが、最終的には一般株主のためにもなっているつもりで選んでいるわけだから、他の選択肢を選んだ場合と、実質的にはそれほどかけ離れているわけではないことになる。

したがって、出てきたデータだけを見ると少し衝撃的ではあるが、これはこういう選択肢が並んでいる中で、なぜこれを選んだのかの情報収集をしな

いで、これを表面的に所与のものとして議論をすると、もしかするとアンケートに答えた方の本意から外れているかもしれない。

2点目は、「社外取締役の声」についてである。冒頭での事務局説明では、何らかの形で公表できるように現在調整中ということだった。私としては、できるだけ生の声に近い形で、言い換えると、あまりきれいに整理しない形で公表してもらえると有難い。

今、実務指針案の地の文でまとめているところについては、それぞれ非常に納得感がある。ただ、それはある意味、今までどこかで議論されているものの集大成で、きれいに整理がなされたという意味では、非常に価値があるものの、この指針案を使おうと思った場合のユーザーの立場から見ると、実際どうやったら良いのかイメージがわきにくいかもしれない。そういうときに、この「社外取締役の声」を見ると、実は皆さん微妙にニュアンスが違っていて、同じ目的に向かって色々知恵を絞っている中で、一定の幅で分散があることが分かる。このように一定の幅で分散があることはまさに自然だし、その中で皆さん創意工夫をして、より良いガバナンスを目指して頑張っていることが非常によく分かるので、是非ともこういう生の声に近い形で公表していただきたい。

- 【後藤委員】幾つか既に発言があった内容と被るところもあるが、まず、今、三笥委員から指摘のあったアンケートの点について、私も同じような印象を持っている。結果自体をそのまま見ると、なかなかショッキングではあり、特に「社長・会長をはじめとする執行陣のために行動する」という部分について、三笥委員がまさしく述べたように、どうしてこれが選択されたのかというところをもう少し考えてみる必要があるように思う。

また、思ったよりも「一般株主のために」が少なく出たような気もしているが、これについては、例えば10年前、20年前と比べてどうなのかという比較も本来しなければならない。もちろん、そのときにこのようなアンケートがあるか分からないが、「一般株主のために」という回答が20年前・10年前よりも増えているのであれば、意味合いは変わってくる。その点で、スナップショットとしてのこの結果をどこまで額面どおり受け取るのかは、慎重であるべきとは思っている。

また、このアンケート結果を併せて公表されるのだとすると、これをどのように受け止めているのかについて、もう少し表現を追加するほうが良い気もする。どのように受け止めるべきかは、この指針の作成に当たって社外取締役の行動原理をどう位置付けるかに依存すると思うが、少なくとも私自身は、社外取締役は一般株主のために行動することが基本であって、その中

には様々なステークホルダーの利害がそこに吸収されていくというように考えている。そうだとすると、「一般株主のために」というのが3割強しかないというのは、やはりまだ社外取締役の役割が浸透し切っていないのではないかと思われるところであり、この役割をもう少し強調するために指針を作ったということになると思う。このような理解が共有されているようであれば、それをはっきりと打ち出したほうが良い気がする。

以上が全体的な印象で、この観点から、特にこの指針案でもう少し記載したほうが良いのではないかとこのところを2点ほど申し上げたい。

まず1点目が、資料2の19ページから20ページにかけての、長期的な視点や、ESGやSDGsの話のところだ。これは前回、青委員から発言があり、私自身も述べたが、ESGやSDGsが経営者の一種の言い訳に使われてしまうおそれがあるのではないかとこの懸念がある。ESGやSDGsは大事なだけでも、社外取締役としては、あくまで長期的な企業価値の向上に資するという観点から、これらを追求していくべきで、決してESGやSDGsを言い訳にして中長期的な企業価値の発展を犠牲にするようなことがあってはならない。

しかし、今の資料の表現では、このことがはっきり伝わるだろうかというところに疑問を持っている。「持続可能性は、資本コストを踏まえて十分な資本収益性を確保することを前提とするものであり、そのためにESGやSDGsの観点に配慮することが求められるということに留意すべきである」という部分だが、分かっている委員からすれば、これで十分なのかもしれないが、アンケート結果に見られたような、「社外取締役もステークホルダー全体のためにやるのだ」と思っている人がこの表現を見ると、何も考えを改めないまま、そのままいってしまうおそれがある。なので、もう少し表現を強めて、例えば、主な変更点についての参考資料1の4ページの青委員の発言にあるような「ESGやSDGsが言い訳に利用されないように」という表現をそのまま使うぐらいにしないと、メッセージ性が弱まってしまうのではないか。ここはどれだけ強い表現を使うことができるかということでもあるのかもしれないが、ご検討いただきたい。

もう1点は、伊藤委員から助言という役割について指摘があったところである。社外取締役による助言というのが、監督と必ずしも相対立するものではなくて、助言と監督、両方を行う、助言しながら監督するというか、助言という形で監督するということは十分あり得るのかと思う。ただ、今まで多かったかもしれないのは、助言だけをしていて、監督という意識が全くない社外取締役である。そういう人たちに向けた指針であれば、やはり助言がメインなのではなくて、あくまでも監督がメインなのであって、その中に助言

も含まれることがあるが、あくまで大事なのは監督であることをもう少し強調し、助言だけではいけないということをもう少し打ち出したほうが良い。例えばアンケートの中の「執行陣のために行動する」というような人たちも、これが本音であるとする、そういう人たちに対しては、助言も大事なただけども、監督が本来の任務だということをもう少し打ち出したほうが良い。

- 【藤田委員】概ね今回の資料2で取りまとめに入っていると思う。大所高所の意見も必要であろうが、そろそろ取りまとめだと細かい表現にも気を遣う段階に来ていると思うので、やや細かい、重箱の隅をつつくような話で申し訳ないが、何点か申し上げたい。

1つは、資料2の26ページの上のほうで、これは法律論の話になるが、「従来、重要な業務執行の決定について、多くの企業において総資産の1%以上といった数値基準で範囲を定める傾向が見られ、取締役会への付議事項について、従来の相場観から設けられていた、このような一律の数値基準にとられるのは、必ずしも適切ではなく、柔軟に見直す」というようなことが記載されている。

私は、多分方向性に賛成しているのだと思うが、「多分」と申し上げたのは、意味がよく分からないところがあるからである。このままだと、どう受け取って良いかよく分からないような気がする、表現の工夫をお願いしたい。

どういうことかということ、多くの会社が取っていると言われている総資産に占める割合1%という基準に批判的なことは分かるが、いかなる意味でいけないのか、何を批判しているのかがはっきりしないところがある。「一律の数値基準」という言葉が、色々な意味合いにおいて受け取れるからだ。つまり、数値基準を取っていることがいけないのか、総資産の1%というのがおかしいのか、それとも、多くの会社に共通する一律の基準を取られていることがいけないのか、あるいは従来の相場観に基づく基準だからいけないのか、このあたりがどうしても取れるような気がする。

私が理解したところだと、一番重要なのは、各社が取締役会の役割をどのように設計するか依存する話なので、全ての会社に共通の一律の相場、一律の基準があるはずはないという点だと思うので、各社ごとに、自分たちにとって適切な基準を考えましょうということだと思う。

もう一つは、「従来の相場観」という言葉が出てきているが、これもこういう書き方をすると意味が分からない。従来の相場観と言っているのは、おそらく、昭和56年の商法改正で、取締役会の専決事項というのを導入したときの考え方、すなわち取締役全員で決める事項を確保することで、みんな

で議論するアジェンダを増やすことで、取締役会の形骸化を防止しようという考え方が、現在の取締役会の機能、とりわけ我々の実務指針案が想定しているような取締役会像とは相容れないということである。だから、取締役会像がずれてきていることが、かつての取締役会像を前提とする従来の相場観に基づく基準が維持できないということの根本的な原因となるわけである。

この2点、全ての会社に一律というのが発想としておかしいのと、従来の相場観の背後にある取締役会のとらえ方が、現在の取締役会の機能の理解とはずれてきているということが、おそらく一番強い批判だと思う。数値基準を内部的に設けること、それ自体がいけなくて、例えばもしここで記載していることを数値基準はやめ、全部定性的基準にせよということをしているのだとすると、それで良いのかという疑問もある。だから、何を批判しようとしているのかがはっきり間違わずに伝わるような表現に直してもらえればと思う。

もう1点、「社外取締役の声」が、今回の文書では非常に大きな特徴になっていて、確かにこれは貴重で面白い。これを記載することは結構なのだが、その位置付けについては委員の間で意見が分かれるかもしれない。

一方では、確かに生の声が面白いというのは確かであるし、基本的な発想は抽象的に言えば同じでも、色々なニュアンスの違った心構えがあり得るというのは、それが分かるということのもとても良いことだ。他方で、色々な意見が記載されることで、参考になるより、かえって分かりにくく、迷う原因になっているような危険もあるかと思う。過去のCGSガイドラインには事例集のようなものがついていたりしたものもあり、事例集ならたくさんあっても困らないが、「社外取締役の声」というのは一定の見識や意見を述べているので、あまり意見をたくさん並列的に載せると、かえって読みにくくなるのではないか。分量の面も含めてだが、私はどちらかというと、数も含めて整理統合するほうかと思っている。

- 【宮島委員】4つほどある。1つ目は、アンケート調査の解釈のところである。非常に面白い結果だが、すでに指摘されているように、素直な解釈は、日本企業の社外取締役には、現状、いわゆるステークホルダービューに立つ方が多いということだろう。ただ、もう少し丹念に見ると、シェアホルダービューとステークホルダービューの対比から想定すると、例えば指名委員会等設置会社とか、JPX400構成企業の社外取締役のほうが、株主の利害を代表する傾向が強いことが予測されるけれども、実は、僅かだけれども逆の結果が出ている。

ということは、株主からの圧力が既に強いような企業、例えば JPX400 の企業とか、そういう圧力を前提として既に指名委員会等設置会社に移行しているような企業の社外取締役は、自分の立場が一面では株主の利害を代表するということをよく知っていて、そのために、むしろ自分自身の裁定者としての役割を意識して、ステークホルダービュー的な項目に 1 番が付くという解釈もできる。

そのように解釈すると、次のページ等にあるけれども、委員長の方がステークホルダーの見方が強い。それは、各委員会の委員長が裁定者としての役割を意識するので、そのような結果になると読める。そう考えると、ここの解釈も少し含みを持たせたほうが良いのではないかというのが 1 つ目の感想である。

残りの 3 つは具体的な点で、ただ、まだ文言にまで具体化できるほど細かい点ではなくて、やや一般的なコメントになる。まず 1 点目は、資料 2 の 17 ページのところで、既に伊藤委員からも助言のところについて指摘があった箇所である。私もここは同じような印象を持っていて、一言で言うと、少し記載の仕方が分かりづらく、明確にしたほうが良い。伊藤委員が述べるように、監督と助言は対立的ではないということは記載されたほうが良いけれども、同時に、監督と助言のバランスも重要な論点なので、そのバランスに関しても、ある程度明確にしたほうがよい。今記載されている限りだと、何を言わんとしているのかがやや分かりづらい。

2 点目は、一般的に言えば、例えば経営環境における平時と新型コロナウイルス感染症が起きているような緊急時という意味では、緊急時のほうがアドバイスの比重は多くなると思うし、事業ポートフォリオや事業の複雑性で言えば、ポートフォリオが多様・複雑なほうがアドバイスの重要性は高い。そのような具体的なイメージが湧くように、工夫した文言を考えてもらえればという気がする。

3 点目は、資料 2 の 19 ページのところで、長期的な視点を社外取締役に求める、持ってもらおうということなのだが、ここの記述も一般的過ぎて、もう少し特定したほうが良い気がする。記載されていることは、例えば 1 年間とか四半期ベースの決算とかにとらわれているような、短期的なことではないので、中長期の視点で監督、アドバイスする必要があるということだと思う。多分、今の文脈の中で、社外取締役が長期という観点で求められているのは、いわゆる「近視眼の罠」というものに対してである。株主の圧力が強過ぎて、企業経営が「近視眼の罠」に陥る問題に対して、社外取締役が一つの防波堤になる役割が期待される。そのことは意識して記載したほうが良い。現在の文脈で具体的に表れるのは、例えば、財務政策で配当を株主に

分配し過ぎるとか、長期的な投資を犠牲にして自社株買いするとかである。そういうのに対して、社外取締役が止める役割を担うことが期待されていると思う。

同じように、報酬制度も、一方でリスクを取らなければいけないが、他方でリスクを取る仕組みのために、株価に結びつけ過ぎると、経営が近視眼的になるというのは起こり得る。多分求められているのは、こうした点に長期的な観点から意見を表明することだと思う。どこまで踏み込むかというのはあるけれども、ここを考えてほしい。

最後の点は資料2の32ページに関連する。これは前回も指摘し、他の委員からも指摘があった点だが、特にリスクテイクとの関係で、報酬制度の設計を考えなければいけないのがポイントだと思う。この32ページでは、「長期的なKPIを実現するために、これと整合的な報酬設計になっているかを確認することが重要である」と指摘されている。この「整合的な報酬設計」という表現は間違いではないが、どういうときに何を目的として「整合的」にするかが、まだ分かりづらいのではないか。ここでは、リスクテイクを促進するような報酬体系を設定する場合に、企業の制約要因、例えば従業員の賃金体系と大きくかけ離れないようにとか、先ほど述べたような近視眼に陥らないといった点が想定されているとも思う。そうであれば、その点を明確に記載されたほうが良い。

また、この前のところで、経営者の選任について、このガイドラインとしてどういうイメージを出すかという点に関して、「日本の経営者は少し内部昇進に偏っているので、外部経営者市場も視野に入れて、選任についてサジェスチョンするというのは望ましい方向だ」ということは示されている。そうであれば、報酬のところでも、「社外から有能なタレントをもつ経営者を招くという点とも整合的に、報酬制度を設計することが、日本では望まれている」というトーンで書くと、我々として考えていることに合致し、「整合的」の意味が明確になるのではないか。

- 【寺下委員】私の実感から言うと、松元委員の提案に全面的に賛成である。宮島委員から深い読みもあったように、これは素直なアンケート結果ではないかと思われる。

それに加えて、最近重要な点として、特にアメリカにおいてだが、社外取締役のスキルセットについてかなり強く言われている。米国企業のコーポレートガバナンス・ガイドラインを是非見ていただきたいが、この視点の内容を入れてもらいたい。

私の具体的な提案としては、社外取締役は自身の経験と知識に基づいたス

キルの下に、就任時点の社会的立場と責任を自覚した判断と行動が求められるという内容を是非、松元委員の提案の流れの中に記載していただきたい。

- 【佐久間委員】先ほど、伊藤委員、塚本委員も触れられていた監督と助言の関係について、1点申し上げる。色々助言されたり、取締役会で指摘をしても、結局は賛成していれば賛成ということである。したがって、やはり究極的な監督は、反対をすることだ。もう一つ、非常に重要なのは、これはあまり熟知されていない社外取締役の方への1つの重要な心得として、議事録で異議をとどめない限り賛成したとみなされるので、その点を必ずこのガイドラインの中のどこかに記載しておくべきだと思う。

つまり、助言をして、それで修正するというのももちろんあるし、具体的な実行案が良くなるので、決議はそのまま賛成するというのはあり得るけれども、最終的には反対と異議を述べるというのが重要で、社外の人には究極的にはそれが求められているということだ。もちろん多数決で左右できない場合はあるが、そのときは勇気をもって異議を申し立て、それを議事録でとどめてもらう。逆に、とどめていない限り賛成になる。この点を是非ガイドラインに記載していただきたい。

- 【太田委員】感想を何点か申し上げたい。まず1点目は、インタビュー調査に基づく多様な意見をどう捉えるべきなのかという議論である。インタビュー調査結果の前段に書かれている本文と個別の社外取締役の、多少バイアスがかかっているかもしれないその声が整合的かどうかということをもって判断すれば良いのではないか。

そして、その前提として、私も社外取締役としてコメントは書いたかもしれないが、そのコメントは全てがピックアップされてその欄に記載されているのかどうかという技術的なことが分からないので、その確認をしておきたい。

2点目は、冒頭、澤口委員、あるいは佐久間委員からも指摘があった、このガイドラインのターゲットは本当にどこにあるのかという議論についてである。結果的に全てのレベルと言うと誤解があるやもしれないが、問題意識の高いところ、低いところ、様々な会社もあり、個人的にも差がある中で、やはり網羅的にならざるを得ないのはやむを得ないと思う。したがって、このガイドラインが公表された後に、様々な形での解説、コメント、そういったことの中で、そこを補強していくことが望ましい。

3点目は、伊藤委員が述べたように、他律的ではなく自律的に、ということところが非常に大きなポイントだと思う。その自律的なところの行動様式が重

要なのだという点を記載する必要がある。

4点目は、1章、2章が非常に充実している反面、3章が非常に寂しいという印象がある。本当に会社側が準備、あるいはサポートしなければいけない点に関して、ポイントは全て記載されているとは思いますが、もう少し充実させることができれば一層効果的だと思われる。

- 【柳川委員】多くの方の発言と重なる部分があるが、この文章は、いわゆる法制度論から出てきている話と、どちらかというと、経営戦略、経営学的に考えてどうすべきかという話が混在している。混在しても良いとは思いますが、文章的に切り分けられているような書きぶりにしたほうが良い。

制度設計側としての要請は、経営戦略として望ましいことと大分レベルが違う。例えば、藤田委員の指摘は、法制度として具体的に何が認められていて、何が望ましくないかということの具体化だったと思うが、その話と、例えば経営的に何をやるかという話は、大分話が違うのだろう。

議論になっているアンケートの「誰のためにやっているのか」という話も、制度的にどう考えるかということと、取締役、社外取締役、独立取締役の戦略として、経営とどう関わっていくかという話とがずれている可能性があるために、こういうアンケートの結果が出ているというのが1つの可能性だと思うので、やはりそこは少し記載を分けたほうが良いのではないかな。

グループガバナンスのときよりも、いわゆるベストプラクティスに幅があって、こういう方向で確実にやっていくべきところに少し幅があるというのが、今回のところの難しさなのではないかな。

例えば、「社外取締役の声」でそういう幅が出てきているが、誤解を生まないような形で出していくことが必要だと思う。対立する、あるいは整合的でないような意見が出てきても、それはそれで重要なメッセージだと思うが、これが制度論からの要請で出てきているかのような誤解を与えてはいけないことを考えると、記載方法には注意したほうが良い。場合によっては、途中ではなくて後ろにまとめるという方向性もある。

ベストプラクティスの側面で考えると、やはり伊藤委員が述べたような自律的な話というのが、かなり大きなウエートを占めてくる。経営者とどのような会話をするか、どのような押し引きをするかは、かなり熟練の技を必要とする面もある。長期的な話からすると、本当はこういうことをやったほうが良いのだけれども、今の経営者に対していきなりそれをぶつけるのは酷であるような、例えば助言という話があったが、ある程度の高度な戦略性を要求される部分もある。その辺りにあまり踏み込んでしまうと、このペーパーの趣旨からは少しずれていくのだと思う。まず第一には、法制度の整備段階

からすると、具体的にどういう行動をすることが要請されるのかということ
をきちんと記載した上で、ベストプラクティスとしてはこういうことが考え
られるのではないかという形で整理をしたほうが、記載された文章の要求度
合いについての誤解が大分減らせるのではないか。

- 【中村委員】私からは3点コメントさせていただく。

まず1点目は、資料2の15、16ページの経営の監督のところである。経
営の監督で守りと攻めがあって、3段落目に社外取締役が行うべき経営の監
督について、執行陣が暴走しないようにブレーキをかける守りと、リスクテ
イクをする攻めに分けられている。しかし、これだけでは、総花経営に陥っ
てしまうというリスクに対するブレーキがかからないように思う。現状維持
の経営を打破するためには、既存事業の整理・改善・強化という記載に加え
て、もう少し下り坂に向かっている事業の改革をしていくというようなフレ
ーズが欲しい。

こういった事業改革は平時でやっていくので、平時でのキャッシュフロー
の概念を入れてほしい。PLだけに目を奪われてしまうと、数%でも利益が出
ているから良いではないかということになる。そうではなく、攻めの投資を
するときにキャッシュフローが足りなくなるので、営業キャッシュフローを
あまり稼げないようなビジネスは整理をしていくことも必要になる。実際の
経営では、PLだけではなくキャッシュフローがどうかということも見てお
り、M&Aの際にも必要になってくるので、キャッシュフローについて、この
経営の監督の中に記載したほうが良いと思う。

2点目も同じ経営の監督のところであるが、資料2の17から18ページの
リスクテイクをサポートする役割のところ、「急激な環境変化の中で企業
価値を向上させていくには、既存事業の整理・改善・強化を図る」という、
先ほど述べた部分が入っている。ここでも下り坂に向かっている事業を
把握し、対策を立案し、実行するということを先送りにさせないようなガバ
ナンスが必要だという内容が、後段のほうには出てくるけれども、ここに
あったほうが説得力があると思う。誰がベストオーナーなのかを決めるのは、
キャッシュフローをいかに稼ぐかという力だと思うので、やはりこの中でキ
ャッシュフローに関するコメント、文章を入れるべきだと思う。

それから、最後に、資料2の31ページに、後継者計画の策定と運用とい
う項目がある。ここでは社長・CEOの後継者が社内人材か社外人材かという
二択になっている。以前のCGSガイドラインで記述があったと思うが、社外
から途中で、例えば事業部長クラスで採用して、そこから社長候補として育
てていくという方法もある。実際の企業の動きからも、そういう内容も入れ

ることが必要だと思う。

この実務指針でいくと、解任よりも指名のほうが重要だと私は思う。社長・CEOの後継者の指名の準備として育成や採用の計画があるが、これら関連の記述が解任に割いている文章の量に比べると格段に少ないように思う。社長・CEOの首を切るのが目的かという感じもするが、解任のときは企業にとってみるともう手後れである。だから指名のほうが非常に重要だと思うが、その指名を社内か社外かの人材の二択でやるということは、実際とは少し離れていると思う。社外人材をいきなり社長後継候補にすることもあろうし、社外人材を経験者採用して、育成候補の人材プールに入れ、活躍状況を評価して、さらに育成していくということも必要だと思う。社長になって初めて会社の他部門を知るということは避けるべきだし、途中で一部門の損益やキャッシュフローの責任を持った事業運営をさせるというような育成計画や経験者の採用という計画も、この項目の中に入れることが必要だと思う。

● 【武井委員】2点述べたいことがある。

まず1点目は、宮島委員の指摘した「近視眼の罟」というか、ショートターミズムの弊害についてだが、それはきちんと記載するべきだと思う。

2点目として、三笥委員の意見に私も賛成である。このアンケートに関して、何かこれ以上色々な効果を演繹して記載することには慎重であるべきだと思う。この元のアンケートのそれぞれの選択肢を読んで、選んだ人が何をどう考えて選んだのかは、相当ばらばらだと思う。柳川委員の指摘として、戦略論なのか制度論なのか、何を考えて選んだのかという話にも賛同する。あまりここのアンケート結果を見て、良いだの悪いだのという帰結は過度にやらないほうが良いと思う。

例えば、「一般株主のために」という選択肢は結局8割の方が上位にしているわけで、また株主のことを上位にしなかった方も、ショートターミズムの弊害とかを考えて選ばなかったのかもしれない。「社長・会長をはじめとする執行陣のために」という選択肢にしても、別に制度論ではなく、現実には社外役員として、業務執行者がバリューを出すために自分がどうするかという形で、会社としてのバリューを出すために自律を優先するという観点から、丸をつけた者もいるのだと思う。

そもそも、この1、2、3のどれかを選ばせる、「どれが一番ですか」という問い自体が良かったのかということも疑問で、どれが一番とは選べないと思った者もいるのではないか。その中で、その人が色々なことを考えて選んだことを、その1割、2割でもそういう人がいたとはいえ、おかしいという形でこの報告書で断じてしまって、それをさらに大展開して報告書に記載す

るというのは、私はやめたほうが良いように思う。

「社長・会長をはじめとする執行陣のために」という選択肢にしても、結局選んでいない方が7割いるわけだし、大半の方が色々な議論からして、おかしくないことを選んでいるという見方も、このアンケートではできると思う。むしろステークホルダー論とか株主論についても、コーポレートガバナンス・コードの第一原則と第二原則できちんと記載を分けて整理をされている。各社外取締役の考え方も「社外取締役の声」として色々記載されているので、このアンケートで何々が何%いた、だからどうだこうだやるのは、こういったアンケートに時間もない中で回答した者の真の背景や本当の理由から離れた分析をしてしまう懸念がある。なので、あまりここを大展開して記載することはやめたほうが良いと私は思う。

- 【青委員】少し細かい話ばかりで恐縮だが、意見を述べる。

ガイドラインの全体の流れについては、基本的に賛成である。

そのうえで、まず、資料2の8ページの、「本ガイドラインの目的と主な対象」のところだが、塚本委員も述べたように、グローバル企業について書くときに、「このガイドラインに書かれている内容はどこの企業でも読んでもらいたいものであることから、グローバル企業にはさらなる上のレベルを目指して欲しい」ということをはっきり記載することで、その他の企業も、本ガイドラインで書かれていることについて全部考えるべきであることが分かる、というトーンがよい。

それから、資料2の16から17ページにかけての、「非業務執行」という立場から、過度に細かい業務執行に立ち入らない」というところだが、16ページのタイトルでは「過度に」と記載されているが、16ページの本文の中では「社外取締役が日常の業務執行の細部に口を出すことは慎重であるべきである」とされ、「過度に」が入っていないので、「過度に」という点は記載した方がよい。

次に、20ページの心得4だが、「緊張感をしっかりと持った上で、社外取締役と経営陣が相互に尊重し合いながら前向きにやっていきましょう」というトーンで記載することが本ガイドラインの全体の流れだと考えており、「経営陣と不必要に敵対することは避け」、ということを書く必要はあまりない。「しっかりと緊張感を持つ中で経営陣とうまくやっていく」という流れの記載にする方が分かりやすいのではないかと考える。

それから、資料2の25ページの2.1.2の「取締役会の議案を厳選し、中長期的な経営戦略等の重要な議案に注力するよう求める」という取締役会の議案の立て方のところだが、まず、一番最初のほうに、しっかりと取締役会

でやるべきことということで、「重要な議案にはこういうものがあって、このようなことに力を入れてやっていくべきだ」といった前提についてしっかりと記載した上で、「詳細に当たっていくような議案については、適宜取締役会での議論を省略できる」といった流れの記載のほうが、取締役会でやるべきことがはっきり分かるので良いのではないか。

次に、資料2の30ページの2.3.4の「その他の工夫」のところで、伊藤委員からも意見が出ていたが、サステナビリティの話が3行目に出ていて、サステナビリティに関して委員会を設けて検討することは良いとしても、サステナビリティだけ考える、ということになると本質からずれてしまう。例えば、「各委員会でそれぞれのテーマについて集中的に審議し」という記載は、「それぞれのテーマについて中長期の企業価値向上の観点から集中的に審議し」といった形の記載にする方が良いのではないか。

最後に、資料2の30ページの3の「指名・報酬への関与の在り方」のところだが、先ほど中村委員からも意見が出ていたように、「中長期の企業価値向上のために相応のリスクをとりつつ、成長も図っていくといったことを考えながら、誰かが経営陣をチェックする仕組みが大事である」といった、柱になる考え方を記載した上で、「独立性を持った人が経営陣をチェックしていくためには、委員会を設置することが良い」という流れにすることで、全体の流れが分かるような記載にすると、よりうまく進むのではないか。

- 【翁委員】3点ほど申し上げたいと思う。

1つ目のインタビューについては、私も三笥委員の意見に賛成である。多様な意見はそのまま記載する形にして、その一方で、やはり本体の心得とは少し分けて出していったらどうかと思う。これ自体も非常に長いものだし、また位置づけ自体、インタビュー調査と心得との関係も少し分かりにくいように思う。分けて出すような形で、この多様な意見をそのまま色々な方に読んでもらうというように、うまく工夫すれば良いのではないか。

2つ目は、伊藤委員が指摘した助言のところは、私も同じような意見を持っていて、監督の機能の一環として助言があるということだと思う。この辺の書きぶりはしっかりすれば良いと思うが、一方で、佐久間委員が述べたような、議案があるときに、最終的に多数決で反対できるような取締役会の運営になっていることが、非常に重要であると私も思っている。その意味では、社外取締役がそういった取締役会の議事運営をできるように、議長も含めてそういった方向で取締役会の活性化を促していくことが、とても大事な論点だと思った。

3点目。得てして、取締役会の実効性評価は割とルーチンになりがちだけ

れども、取締役会も含めて、誰のために社外取締役が行動しているのか、株主のために行動して機能しているのかということに基づいて、しっかり評価をするということが大事なのではないかと実は思っている。コーポレートガバナンス・コードについて、今どのように当該会社がコンプライしたりエクスプレインするかというところでも、社外取締役は株主に向き合っていると思うが、そういった機会を利用して、ステークホルダー、一般株主のためにしっかり行動しているのかという原点に立ち返って評価をしていくということが、大事なのではないか。そのため、そういった視点もここに記載すると良いかと思っている。

やはり指名委員会と報酬委員会が一体として機能しているかということで、取締役会の在り方や機関設計などについても、こういった実効性評価のところでより改善するためには、こういったほうが良いかというような議論が活性化されるということが望ましい。

以上