

「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会

第7回 議事要旨

1. 日時：令和7年3月13日（木）15時00分～17時00分
2. 場所：経済産業省本館17階第一共用会議室（オンライン併用）
3. 出席者：

【対面】神田座長、伊藤委員、内ヶ崎委員、大内委員、澤口委員、高山委員、武井委員、塚本委員、仲田委員、西村委員、三笥委員、宮地委員、宮島委員

【オンライン】大場委員

（欠席：岩田委員、神作委員、小林委員）

4. 議題：CG体制・仕組み（各論）並びに下記資料

資料5 CG研究会の全体概要（仮称）（案）

資料6 「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則（仮称）（案）

資料7 「稼ぐ力」の強化に向けたCGガイダンス（仮称）（案）

資料8 CG研究会における指摘事項（仮称）（案）

資料9 富士通株式会社 水口様説明資料

5. 議事概要：

はじめに、富士通株式会社 水口様より資料9（「富士通株式会社 水口様説明資料」）について説明した後、質疑応答を行った。次に、事務局より資料3（「事務局説明資料」）及び岩田委員からの意見について説明した後、討議を行った。質疑応答及び討議の概要は以下のとおり。

（「富士通株式会社 水口様説明資料」に関する質疑応答）

【宮地委員】 簡単な答えで結構だが、2つ質問がある。1つ目は、我々（AGC）も監査役会設置会社であるが、現在、社外と社内の比率が4対4になっており、社外過半数に一步步近づいている状態である。御社は監査役会設置会社でありながら、すでに社外が過半数を占めているとのことであるが、理屈的に考えると、マネジメントボードにおいて社外がマジョリティとなった場合、最終意思決定権を社外取締役が握ることになる。しかし、一般的には社外取締役は固定報酬が普通であろうから、ボードとしての結果責任と報酬と

いう面において、やや矛盾をはらむのではないかとも思う。この点についての考え方や整理はどのようにされているのか、これが1つ目である。

もう1つは、指名委員会にCEOがオブザーバーとして参加していることである。我々の一般的な認識では、経営者にとって最も重要な役割の一つは人材育成、特に後継者の育成であると考えられている。CEOがその役割を果たしているのであれば、CEOが指名委員会の委員として自らの後継者に対して一義的に提案を行い議論するのが普通の考え方であろうと思う。しかし、御社の場合は、CEOが指名委員会にオブザーバーとして参加しているということなので、どのような考え方に基づいてこのような形を取られているのかをお伺いしたい。CEOの選解任が中心の議論なので、当事者であるCEOはオブザーバーの方が良いという考え方があるかもしれないが、その背景についてもお聞かせいただきたい。

【水口様】 1点目については、当社の場合、マネジメントボードとして重要な業務執行に関わる取締役会であり、御指摘のとおり、結果責任を問われる場でもある。しかし、取締役会の決議自体は議論を経て最終的に決まるものであるため、一人一人の結果責任やその結果に対して報酬がリンクされているかどうかということよりも、議論がしっかりと行われていること、そこに社外の目がしっかりと入っていることを重視するという考え方をとっている。また、非執行が確かにマネジメントボードとして様々な執行に関与するが、日々の定常的な業務に関与するわけではなく、重要な業務に関与している。そういう意味では、モニタリングの観点から非執行の者が実際にCEOを選び、報酬も決めるという役割を果たすにあたり重要な業務の意思決定の議論の場に参加できることに意義がある。したがって、矛盾というよりも、実質を考えると、しっかりと議論に参加している非執行の者が指名・報酬にも過半数で関与し、適切なCEOを選んでいくことに意義があると考えている。ロジカルには矛盾があると取られるかもしれないが、実態を考えると、これが実質的にモニタリングを果たすことができている形であると考えている。

次に、2点目については、CEOが後継者候補を提案するという点でオブザーバーとして参加しているが、あくまで決定する場では社外の者が過半数を占めており、モニタリングを効かせている。最終的には取締役会も非執行が過半数で執行の暴走を止めることができる形になっていることが非常に重要である。したがって、CEOは最終的には非執行によって行く末を判断されるポジションであることを、委員会においても取締役会の構成に

においても徹底することがCEOの緊張感につながると考えている。議論には出るが、最終的には過半数で、CEOの行く末は非執行が決めるのだという形をどの場でもとっていくことに意義がある。

【宮地委員】 意見を述べるが決議には加わらないという意味をはっきりさせるためにオブザーバーという言葉を使っているというニュアンスに近いということか。

【水口様】 実際は、本人自身の判断が入る場合は取り扱いが異なるが、議論を聞き、少しでも意見を表明できる方が良いということでオブザーバー参加している。

【西村委員】 二点ほど質問させていただきたい。まず、コーポレートガバナンスの在り方については、まさにここに書かれているように、各社によって差があって当然である。その中で、ガバナンスコードについて、現状ではいわゆるエクスプレインとコンプライの状況になっているが、エクスプレインかコンプライがそれぞれどれくらいの比率であるかお伺いしたい。次に、報酬に関しては、任意の報酬委員会を設けているとのことである。最近の取組として、TSRを導入されたとのことだが、たとえば昨今トランプ相場などの状況で、タイミングによって大幅に株価が下がってしまうことがある。業績とは何の関係もなく株価が変動するわけである。そのような場合の対応、いわゆる救済措置について設けているかどうかについてお伺いしたい。

【水口様】 一点目のガバナンスコードのコンプライとエクスプレインの状況については、現在、弊社は全てコンプライで出している。次に、二点目のTSRの導入に関して、業績とは関係ない株価変動をどのように織り込むかという観点についてでは、特に書面で何かルールや調整率を定めているわけではない。しかし、当然、内部で議論は可能であり、特殊な事象であれば適宜調整を行い、調整の理由を資本市場に対してしっかりと説明することに対応できると考えている。

【伊藤委員】 資本市場とのコミュニケーションについて二点伺いたい。一点目は、株価感応度が高いKPIの設定および公表についてである。これは、いわゆる非財務の項目からも株価感応度が高いかどうかを検証しているのか。私も平松さん等からいろいろお伺い

しており、エンゲージメントスコアと財務パフォーマンスとの関係について、データを駆使して検証されているとのことである。そういった中から株価感応度が高いKPIの設定につながるのか、あるいは今後つなげていくかという点についてお聞きしたい。次に、独立社外取締役と投資家の対話の推進についてである。先ほど写真も出ていたが、日本取締役協会で大賞を受賞した際、時田社長が受賞コメントの中で、議長をされていた阿部さんに対して、我が社のガバナンス体制を揺るぎないものに築いていただいたと述べていた。そのコメントがスピーチの3分の2を占めていたが、阿部さんはもともと投資家であったため、投資家と対話するという点に対して非常にイメージが湧く。この場合、対話を行う社外取締役はお一人なのか、あるいは投資家が要求する対話のテーマに応じて、どの社外取締役に対話に出ていただくかを調整しているのか。

【水口様】 一点目については、ここに書いた言葉は、実は前議長の阿部さんがこのような考え方で設定すべきだと述べた言葉を引用したものである。それほど経営者は株価に対してセンシティブであり、しっかりと意識しなければならないという心がけの観点から話したものであり、我々はその考えを引き継いでいる。したがって、実際には相関関係を厳密に検証してデータを駆使しているわけではない。ただし、現在のところは株価の上昇率や1株当たり当期利益の成長率を指標として用いており、株主を意識した経営を皆が共有できるようにしている。次に、二点目については、こちらはまさに伊藤先生がおっしゃったように、テーマごとに対応している。リスクマネジメントの観点では皆が話しやすいところであり、より社会貢献の観点では特定の方が、株価に関連したテーマについては別の方が、再編に関するテーマについてはまた別の方が対応するというように、その都度、対話先に関心をお聞きし、マッチする人を合わせる工夫をしている。

（「事務局説明資料」等に関する討議）

【大内委員】 私からは、意見とお願いを申し上げたい。

まず、意見についてであるが、この研究会を通じて、非常に危機的な状況にある日本の各企業がいかに成長戦略を描くのかということについて、必要な検討項目として5原則の中に表してもらったことは意味のあることである。次に、この取組を進めるにあたり、各企業がそれぞれ異なる取組方をするわけであるが、どのような経営体制をとるとその取組が進むのかということについて、実証的な検討は残念ながらまだできていないと思ってい

る。したがって、様々な取組を行いながら、ゴールに向かって各企業が頑張ることが今回の研究会の結論であるべきだ。その点、最終報告等において誤解がないようにしていただきたい。

次にお願いの部分であるが、最終的には資本市場が各企業の取組を評価していくことになると思っている。現行会社法がこれまで改正等されてきた過程で、法制審議会も含めて市場、マーケットが評価していくことで、次第にどの型が良いのかが競われていくということで、3つのガバナンスのタイプがつくられてきたと理解している。よって、どのタイプがいいかということは、これからもマーケットに評価してもらいたいと考えている。このマーケットの評価には二つの面がある。一つは、先ほども話題になった株価であり、非常に重要な点である。もう一つは、良質な投資家である。経団連ではアクティブな投資家と呼んで。注意が必要なのは、総株主の利益のためにアクティブに動いているのではなく、特定の目的で短期的な利益を上げることを明らかに考えている投資家も存在することである。そのような投資家のアクションに誤解を与えるような形で、今回のレポートが誤読されないようにしていただきたい。また、日本のマーケットは企業を正しく評価するためにはまだ機能していない面が残っていると考えている。例えば証券取引所の株式の流動性基準が諸外国に比べて、日本、特に東証が著しく厳しい。アクティビストとしての株主が自らの利益を上げるためにそれを利用していることもあると思う。これはぜひとも改善してもらいたい。資本市場が企業の利益を正しく評価し、審査できる健全なものにする努力も必要である。

【西村委員】 このような形で、基本的に取り締役会の5原則にまとめていただいていることについて、大変分かりやすく、アピール性もあると考えている。これについて少し意見を述べさせていただきたい。まず、この5原則全体を通じて、中長期的な、あるいは中長期目線という表現が使用されていること。また、原則2では「成長投資を犠牲にし、短期志向に陥っている場合は、経営陣に対して改善を促す」とされていることや、原則4では「マイクロマネジメントをするのではなく、プロセスや体制を確認」という表現が使われており、随所に中長期的な視点が織り込まれていることについては、我々として大変感謝しており、良い方向だと考えている。

その上で、3点だけ申し上げたい。まず、原則1についてであるが、「中長期的な資本効率性を考慮したうえで自社の競争優位性を伴った価値創造ストーリーを構築する」とあ

るが、冒頭に資本効率性が書かれていることで、他の要因よりも優先されると読み取れる可能性があると考えます。このため、「自社の競争優位性を伴った価値創造ストーリーを構築し、中長期的な資本効率性を考慮する」という逆の形にした方が良いのではないかと考えています。尚、マルチステークホルダーの観点をぜひ織り込んでいただきたいと申し込んでいたが、これは取り入れて頂いて感謝したい。次に、原則3についてであるが、企業が昨今のように目まぐるしく変わる国際情勢の変化の中で、こうした変化へのレジリエンスも考慮し、過度なリスクテイクにならないような対応も必要ではないかと考えています。最後に、原則5について、CEOを毎年評価する旨の記載があるが、毎年となると短期目線に陥る可能性がある。そのため、1年単位の評価ではなく、適宜や任期などの単位とし、更には「評価」ではなく「業務執行状況の確認」という文言にしてはどうかと考えています。

【伊藤委員】 「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則について、取締役会事務局などの問題はありますが、経営者が一番気に留めるところであると思う。その点について、少し細かいワーディングも含めてコメントさせていただきたい。

まず、原則1についてであるが、太字で左側に書かれており、その下に細かい字で書かれている位置づけが少し分かりにくい。原則1は、経営陣が策定した案について自社の強みとリンクした内容となっていることが重要であり、自社の強みをどう識別するかが取締役会や社外取締役にとって非常に重要である。このため、強みという点については、自社の顕在化した強みや潜在的な強みとリンクした内容となっているかとすれば、私個人はしっくりくる。今の強みだけで議論してしまうと短期志向になってしまい、中長期的な強みというのはまだ潜在的ではあるので、それを考慮するようなワーディングにした方がよい。次に、原則1の右側にある経営陣がとるべき行動についてであるが、価値創造ストーリーの策定に際し、全体最適の視点を重視するとされている。突然全体最適が出てきているが、事業部ごとにサイロになっていることを見抜いて全体最適と言っているのか、グループ全体のことを全体最適として見てほしいと言っているのかが少し分かりにくい。また、PL視点だけでなく、BS視点での議論を行うことはその通りであり、キャッシュフローの視点も非常に重要である。言ってみれば、PLに偏った議論が多すぎるため、BSやキャッシュフローの視点での議論を行うことが望ましい。

次に、原則3についてであるが、私も岩田委員と同様の感想を持っている。原則2と3には重複感がある。重複感を排除するためには、新しい原則2として、経営陣が成長志向

に立って事業ポートフォリオの最適化や投資を行っているかを確認する文言を左側に組み込むべきであるとする。経営陣がとるべき行動として、CEOを支える強い経営チームの戦略性を含め、リスクテイクのための環境となっているが、ここは少々意味が不明瞭である。恐らくリスクテイクのための組織や体制を指しているのかもしれないが、そこが不明瞭である。

原則2と3を統合する場合、もう一つ原則が必要になると思い、新原則5を検討した。先ほど富士通の水口さんからあったように、資本市場との対話についての記載が今の5つの原則の中にはあまり見られないため、それを新原則の5番目として「中長期戦略が株主・投資家の十分な理解を得ているかを確認する」とすることを提案する。小さい文字に相当する部分としては、「株主・投資家との対話の結果や内容に関して、取締役会に適切にフィードバックがなされるよう促す」とする。そして、経営陣がとるべき行動としては、「株主・投資家との対話を鋭意行い、必要に応じてエンゲージメントを行い、その進捗を含め、適時適切に取締役会に報告する」とする趣旨の原則が5番目にあると良いと思い、コメントさせていただいた。

【澤口委員】 ありがとうございます。私からは二点ほど申し上げる。

一点目は、先ほどから出ている取締役会5原則についてである。資料7の9頁に記載されているが、伊藤先生がおっしゃるように、ここが一番注目される場所であり、工夫の余地があるとする。確かに原則2と3にはやや重複感があり、整理が難しい。また、書かれている内容自体に異論はないが、原則4はそれほど重要なのか疑問に思う部分もあった。私の考えでは、原則1と原則5が一番重要であり、原則1の中身がいろいろと細分化されるのではないかという見方をしている。

二点目は、この資料7の8頁についてである。上の方に「自社の価値創造ストーリーに沿わない株主還元は、中長期的な収益性・資本効率の向上を阻害する可能性」がある旨記載されているが、この指摘は非常に良い。現在、日本では株主のアクティビズムが非常に活発であり、その中には短期の利益を目標とする投資家も存在する。投資家である以上、短期だからいけないとは言えないわけであるが、そのような状況の中で、日本企業は「稼ぐ力」を向上させ、資本効率を高めるために様々な取組を行っており、上場子会社の売却なども進めている。頑張って資本効率を高めた結果、余剰キャッシュが出た瞬間に株主還元を迫られるという状況がある。もちろん、資本コストを上回る収益性がないものについて

ては、いずれ株主還元すべきであると考えており、私もそこには異論がない。しかし、事業環境が変化している中で、頑張って経産省が作成している資料を見ながら勉強している企業も多い。したがって、この還元に関する指摘について、長期とは言わないが、2～3年といった中期のスパンで考えてほしいという思うことも多いので、そのような表現ができるのであれば、大変ありがたい。

【三笥委員】 私からは三点コメントさせていただく。

まず1点目は、取締役会5原則、資料6に関してである。職業柄、文章が出てくると末尾に注目してしまうが、原則1は「構築する」、原則2から4は「確認する」、原則5は「判断を行う」となっている。このうち、原則2から4の「確認する」という表現には、ニュアンスとして一步も二歩も引いたようなイメージがあり、言葉は悪いが、他人事のように見える。取締役会としては、もう少しプロアクティブなイメージになるような表現にした方が良い。この枠組みの下矢羽根の部分に「促す」という言葉が使われているのだから、原則の所でも取締役会が経営陣に対して促すという書き方にした方が、イメージとして良いのではないかと。次に、原則1から4と原則5の関係についてである。原則1から4は、ある意味で「こうやりましょう」という目的が書かれているように見えるのに対し、原則5は目的を達成するために「こういう手を使いましょう」と言っているように見え、同じレベルのものが書かれていない、つまり並列になっていない印象を受ける。さらに原則5に関して申し上げると、下の矢羽根の部分もそうであるが、過去のパフォーマンスに基づいて再任・不再任の実質的な判断を行うような書きぶりになっているように読める。しかし、それで良いのかという点については、再度検討した方が良い。むしろフォワードルッキングな判断にすべきではないか。つまり、過去はこれで良かったが、これからの数年間は、事業の国際展開が担える人材、AI投資が理解できる人材、大幅な事業の見直しを断行できる人材など、その時々企業の置かれた状況に応じた適材のCEOを選ぶべきである。昨年までのパフォーマンスが良かったかどうかは、もちろん考慮要素の一つであるが、ネガティブな表現で「パフォーマンスが悪いから不再任にします」とするのではなく、今後の戦略によりフィットした候補者がいるなら、その人をCEOにするというプロアクティブな考え方を示した方が良いのではないかと。そうでないと、CEOの交代や不再任に対してスティグマをつけるような記載になってしまうのではないかと懸念している。パフォーマンスが悪いから不再任にしますという書き方をすると、これまでもそうであっ

たが、ほとんどこうしたことは起こらないため、かえってハードルを高くしてしまっているのではないかという懸念もある。したがって、その部分の表現を再検討していただきたい。

2点目は、資料3の26頁についてである。同頁において「価値創造ストーリー」という言葉があり、これは良い言葉であると思うが、最近の新型コロナウイルス感染症やロシアのウクライナ侵攻、トランプ政権の誕生など、何かのきっかけでビジネスを取り巻く環境が大きく変わる世界になっている。そうした世界において、複数のシナリオを考えて手を打っておくことの重要性、すなわちレジリエンスの重要性をもう少し強調した方が良いのではないか。レジリエンスについては適切な日本語がないため、ここでは「しなやかな強さ」と訳すと意味が通じるのではないかと思うが、現在の案ではリスクを取ることを強く推奨しすぎており、ややバランスが悪いように感じる。ここで名指しで取り上げるのが良いかどうかは分からないが、現在話題に上っている日産の例を見てみると、例えば10年ほど前には、マスコミや専門家の間で「間もなくEVの時代が来る」という見方が一般的であったと理解している。もし当時の見込み通りEV全盛の時代が来ていたら、ハイブリッドの開発を継続していたトヨタやホンダではなく、いち早くEV（電動車）に全力投球していた日産が市場での勝者になっていたかもしれない。しかし、実際にはそうならなかった。遡って考えて、例えば10年前にこの研究会があったとしたら、その当時の日産に対してどういう提言を出せば良かったのかということを考えることは良い思考実験になるのではないか。

最後に、3点目として、資料8の今後の検討課題に記載していただきたい点がある。昨今、アクティビストなど特定の株主から独自の独立社外取締役の選任提案がなされる例が増えており、バランスとしては、この問題についても触れていただいた方が良く考える。実務の現場の感覚としては、もちろん大部分は良い候補者であるが、一定の割合で問題になる候補者が混じっているという印象がある。問題があるとは、能力がないという意味ではなく、守秘義務や利益相反の感覚が薄い方がいるということである。このような方が取締役会に入ると、取締役会で議論したことが外に漏れる可能性があり、取締役会を形骸化せざるを得なくなるという弊害が生じる。これでは本末転倒である。社外取締役のクオリティや資質の問題であると思う。ここについても問題として認識していることを一言どこかに記載していただければ、今後の検討課題として残るのではないかと考えるので、御検討いただきたい。

【宮島委員】 それでは、幾つかの点について申し上げる。大小合わせて5つほどある。まず一点目は、取締役会5原則についてである。お話を聞いていて、5原則の5という項目数には落ち着きもよいのでこだわった方が良いと感じる。他方、重複感があるという点についても、私も同様の認識を持っている。そうすると、原則の数を5つのままにして、重複感を修正するとすれば、何か新たに示さなければならないということになる。考え方としては、成長志向の経営の中身がポートフォリオの適正化でそれが繰り返されていることが重複感の一因であるから、実物的な成長を示す事業ポートフォリオに関する原則を一つにまとめることが考えられる。その代わりに、ファイナンス、財務政策の観点は独立させる。自社株買いが過剰であるのではないか、あるいは逆に過度に現預金をため込んでいるのではないかといったファイナンスの側面の問題をしっかりと監督することが取締役会の課題として重要である。したがって、2番目を実物、3番目をファイナンスと分けるのも一つの考え方である。この5原則に関連して、最初から気になっていたのは、原則5の経営者の交代に関する部分である。この種の原則を考えると、必ず取締役会による評価の部分は報酬と経営者の選任がセットになるが、報酬をあえて記述しない形で原則を書くことについては十分に考慮する必要がある。報酬よりも経営者の選任が日本では重要であるという認識であれば、それはそれで良いが、そのことを説明する必要がある。逆に、まだ深刻にはなっていないが、報酬の過剰な支払いも含めて適切なインセンティブが付与されているか、グローバルな視点から見て適切かどうかを判断することは重要な役割であると考えれば、やはりこの点を追加した方が良いのではないか。

二点目は、資料3の25頁において、よくあるコーポレートガバナンスの捉え方と「稼ぐ力」の観点から見たコーポレートガバナンスの捉え方の対照が示されており、分かりやすく良いと思う。ただし、中段あたりに「取締役が出世のゴールである」という見方が誤解の事例として示されているが、これを否定しているかどうかは明確でない。ほかの部分は対照、違いが分かりやすく記述されている。しかし、この「取締役が出世のゴールである」という考え方の部分は、どこが間違いなのかがはっきりしない。「出世競争」という表現はカジュアルでマイナスなイメージをとる。しかし、これが、日本の報酬・評価の仕組みは業務の成果を短期の報酬で報いるのではなく、努力水準成果を上げた社員を、全方位からの適切な評価を通じて、より早く、より高い地位に昇進させるというランクハイラルキーといわれるインセンティブのメカニズムと、その従業員間のトーナメントの最終的

なゴールが取締役会の地位があることを指すとすれば、それは、日本企業の現実である。近年変わったとすれば、そのゴールがかつての取締役から執行役へ変わったことである。したがって、何を否定し、何を言いたいのかを明確に記載した方が良いと考える。

三～五点目については、これまであまり議論になっていない点だが、資料8の指摘事項に関した点である。これまでに発言したことをここに加えていただいているので、それを確認する意味で、あと3点ほど申し上げたい。一点目は、政策保有株について書いて頂いたことに感謝する。ここはそのまま生かしていただければと思うが、その上で、政策保有株式が合理的である場合の検討を今後進めていただきたい。ここで、合理的という意味は「稼ぐ力」を引き上げ、企業成長を促すということであり、一定の種類の政策保有株が合理的であると考えている。したがって、その見方について今後検討していただくことが今度の課題で、例えば戦略的提携や契約関係における不備に関して、株式保有を通じてコミットメント効果を期待するという可能性を加えていただければと思う。

次に、役員報酬についてであるが、さきほど申し上げたこととも関連する。この書きぶりは、なぜ日本で報酬があまり高くないのか、なぜ今までリスクテイクやイノベーションの動機付けとして使われてこなかったのかという説明にはなっているが、私が申し上げなかったのは、それは現実であるが、報酬制度には、これまで利用されてこなかっただけに、今後、問題解決に大きな可能性があるということだ。この点を踏まえ、報酬制度が持つ幾つかの機能、リテンションや動機付け、株主のアライメント、リスクテイクなどのうち、何を重視し、その機能をどのように発揮させていくのかについて今後検討していくべきである。特にその際、CEOの報酬のみでなく、雇用との関係や執行役員の報酬体系との関係についての検討が焦点になるため、その点も付け加えていただきたい。

最後の点であるが、資本市場関連のところで、議決権行使の基準が形式的であるため幾つかの問題点が生じているという指摘がある。その問題点の一つとして、事前導入型と言って良いと思うが、買収防衛策に関する機関投資家の対応が原則的に否定的であることが、買収防衛策の導入に大きな影響を与えている点もご検討いただきたい。買収防衛策の導入自体は、2008年頃に上場企業の中で一時600件ほど超えてピークを迎えたが、その後、コーポレートガバナンスコードが強化され、特にスチュワードシップコードにより機関投資家の議決権行使結果の個別開示が始まるのと、並行して導入件数が大きく減少した。現在、海外機関投資家が多くなっている中で、導入が難しい状態が続いている。こうした事態の評価については、今後私自身は議論した方が良いと考えているので、可能であればその点

を付け加えていただければと思う。

【塚本委員】 私からは大きく二点申し上げる。一つは、資料3の取締役会事務局についてであり、もう一つは、取締役会の5原則についてである。

取締役会事務局については、書かれている内容自体は問題ないが、付け加えるとしたら、例えば19頁において、取締役会事務局の方のマインドセットや心構えについて、どうあるべきかという点である。先ほど富士通の話を伺い、御質問すればよかったが、特に社外取締役が過半数であったり、議長が社外取締役であったりする場合、取締役会とは、社外取締役の組織であるもいえる。その場合、社外取締役に入ってくる情報の量や質との関係で、取締役会事務局がどちらを向いているか、すなわち社長の方を向いているのか、それとも社外取締役に向いているのかが重要となる。事務局が社長の方を向いていると、社外取締役に對し、伝えづらいことも腹を割ってオープンに伝えることが期待しづらくなる。したがって、社外取締役に主体となる組織を前提とした場合、事務局としてどのようなマインドセットや心構えを持って社外取締役にサポートし、情報提供を行うかという視点があっても良いのではないかと考えた。

次に、取締役会5原則についてである。原則2と3の関係については、事業ポートフォリオの最適化と成長投資を執行側が行い、取締役会に確認するということであるが、私の理解では、その前提として取締役会が事業ポートフォリオの在り方やその見直しの基本方針を策定する必要があり、その上で、それに沿って経営陣が進めることになる。したがって、まずは、経営資源の配分や事業ポートフォリオの在り方について、経営陣が依って立つべき基本方針を取締役会が策定することを原則2に含めるべきである。それに沿って執行側が進める形で、原則2と3をまとめたほうが理解しやすいと思う。また、先ほど三笠委員もおっしゃっていたが、原則2は「確認する」という表現が少し弱い。

私の理解では、原則1は「長期」の方針やストーリーに関するものであり、原則2は、「中期」的な成長戦略や経営資源の配分に関するものとして位置づけられる。その上で、「短期」的にそれをどう執行していくかが原則3の経営陣がとるべき行動や原則4に関連する。執行側の意思決定プロセスだけでなく、執行体制がきちんと整っているかという点も重要であり、経営陣としてはCEOを支える強いチームを構築する段階を踏んでいくことが求められる。最後に、パフォーマンス評価に関して、原則5が重要なポイントになる。

そうすると、原則が4つになってしまうが、5つにこだわるとすると、最近よく執行側

から聞くマイクロマネジメントの弊害の点を挙げるのが考えられる。これをストレートに原則として書くかどうかは考慮すべきであるが、マイクロマネジメントを避け、より大きな議論を促すような、取締役会の議論の在り方を原則として示すことも一つの考え方である。

また、「経営陣がとるべき行動」は、執行側がどのように執行していくかという視点で書かれている。他方で、取締役会と経営陣との関係性は、原則5で、サクセッションプランについて取締役会に報告するということまでしか出てこない。どの原則に位置づけるかはあるが、取締役会と経営陣との双方向性や関係性をもう少し強調しても良いのではないか。経営課題や経営トップが日々執行している中で感じていることを取締役会の場で率直に話すことが実務的にはハードルが高いようでもあるが、取締役が経営課題を本音ベースで開陳し、取締役会がそれを受けて社外取締役を中心にしながらも執行側と双方向の議論をしていくといった視点があっても良いのではないかと考える。

【高山委員】 私からは、三点コメントさせていただく。

まず、取締役会事務局に関する課題やポイント、取組事例についてである。この内容は企業にとって非常に参考になると考える。取締役会の実効性については、まず社外取締役が実力を発揮することが最も重要であり、その重要性や関連情報は多く発信されているため、企業も他社の状況をよく理解していると思われる。一方で、取締役会事務局については、各社が様々な課題を抱えているが、他社の状況があまり分からないことが多い。そのため、こうした情報があると、企業が取り組む際に非常に参考になる。課題やポイント、取組事例の内容はこの通りで結構であるが、一点付け加えた方が良いと考える。具体的には、18頁において、多くの企業が事務局スタッフの教育・育成の仕組みがない点を挙げている。しかし、この点については、取組例のところであまり書かれていない。教育・育成の仕組みを人材の配置の観点から、そこに加えることもできるのではないかと考えた。参考までに、国内外の状況について述べると、海外では会社の内部だけで行うだけでなく、会社の外でもコーポレートセクレタリーやカンパニーセクレタリーといった取締役会事務局を中心としたガバナンスのプロフェッショナル団体が存在し、様々な教育プログラムを提供している。各国には様々な団体があるが、イギリスにはCGIという団体があり、コーポレートガバナンスコードの改定にも深く関与しており、かなりの影響力を持っている。日本の場合はまだ黎明期であり、そのような団体は存在しない。しかし、NPOである日本

コーポレートガバナンス・ネットワークがあり、取締役会事務局に対する講義や教育プログラムを提供している。こうした実際の活動は企業や団体に任せるとして、私たちがこの会議でできることは、取締役会事務局の重要性を強調し、教育や育成の仕組みについても考慮してもらうことだと考える。

次に、取締役会5原則についてである。今回この5原則を出すことは大変素晴らしいことである。これまでは取締役会の監督機能の発揮に関して、モニタリングボードという抽象的で解釈が分かれる曖昧な言葉が使われていたが、今回のネーミングが最終的にどうなるかはさておき、取締役会のあるべき姿を非常に具体的に示している点がとても良いと思う。加えて、取締役会の役割と経営陣の役割がそれぞれ記載されている点も評価できる。取締役会が監督機能を発揮するにつれて、社外取締役側、そして、社内取締役や執行側も、どこで監督と執行の線引きをすべきか迷うことが多い。企業によって異なるが、その際に戻ることができる原則があれば、その考え方に沿って行動できるため、この5原則は非常に重要である。5原則の内容については、今後微調整が必要であると思うが、基本的な内容には賛同している。ただし、前文において「取ることが望ましい」や「求められる」といった表現があり、ガイダンスとして企業の判断に任される形になっているが、感覚としては表現が少し強い印象がある。この5原則の趣旨については、ほとんどの企業が賛同すると思うが、各社のガバナンスや経営のステージが異なるため、表現の強弱やフォーカスすべき点について調整が必要である。また、何も考えずに取りあえずこれを入れれば良いという企業も出てくる可能性があるため、むしろ自ら考え、この原則の趣旨に照らして自社に合った最適な原則を考えることができるよう、少し柔軟性を持たせた表現が望ましいと考える。

最後に、資料5における当研究会の全体概要の説明については賛同する。一点、表現についてであるが、2頁に「コーポレートガバナンスは…経営基盤の1つ」であるという表現がある。確かに、取締役会の監督機能は経営を支える重要なプラットフォームであるという意味では間違いないが、この文章をそのまま読むと、コーポレートガバナンスという概念と経営という概念が同じであると誤解され、経営にコーポレートガバナンスが従属すると思われる方もいるかもしれない。今回の議論では、取締役会と執行はそれぞれ異なる機能を持ち、「稼ぐ力」を実現するためには双方が等しく重要であるという考え方の下で議論している。よって、論旨を明確にするためには、「経営基盤」という言葉ではなく、例えば「経営」を省略して単に「基盤」とするか、など、少し工夫して表現することが望ま

しいと考える。

【宮地委員】 いろいろな議論があった中で、表現が少しマイルドになっているのは、様々な意見がある中ではやむを得ないと思う。比較的コンセンサスが得られつつある点は、短期志向ではなく中長期の目線で価値創造ストーリーを構築するということである。それを的確にモニタリングし、結果責任を問うという文脈は、機関設計にかかわらず、ある程度合意できている部分であると思う。皆さんがおっしゃるように、この5原則はキャッチーであり、注目されるだろうから、ここをブラッシュアップすることが非常に重要であるという印象を持つ。

その流れにおいて、5原則に入る前段に、私が申し上げたような考え方を基本的な考え方として押さえておくことも一つの方法である。ショートターミズムにならないように、本質的な価値創造に向けた戦略を構築し、それを合意した上で適切にモニタリングし、結果責任を問うという流れを基本的な取締役会の原則として位置づけることができるのではないか。そうすると、実際には3原則で十分かもしれない。

この5原則はモニタリング型にやや振られて作成された印象で、それがゆえに取締役会の主体性が弱く他人事のような印象を与えているのではないか。取締役会はあくまでも監督する立場であり、経営陣に業務を任せ、それを見守るという役割が強調され過ぎているように思われる。従って、原則1において資本効率性が最初に来ることには、私も正直なところ違和感を覚える。普通に考えれば、会社が本来目指すべきミッションやパーパス、ビジョン、ありたい姿をまず固めるべきである。それが本当に正しいのかを議論し、正しいとするならば、そこに到達するための価値創造ストーリーを確認し、それが実現可能かどうかを検証するプロセスが必要である。その上で、そのストーリーに沿った経営が行われているかをモニタリングし、その結果、責任を果たせていない場合には責任を問うという流れを分かりやすくする必要がある。原則2から4については、皆さんがおっしゃるように、方法論がいくつかばらばらに入っており、重複感があるため、まとまりがない印象を受ける。

もう一つ、経営トップに関する点であるが、ここではCEOの評価と再任・不再任を明確に記載している。しかし、取締役会のもう一つの重要な機能は、サクセッションプランニングをはじめ、育成プロセスが適切に運用され機能しているか、あるいはそれに沿って幹部候補が育っているかを確認することである。結局、そこがなければ、候補者が社内に

いるかいないか分からない社外の人が、社内にいそうもないといって社外の者を選任することになりかねない。取締役会は候補者の選定のみならず、社内の育成プロセスが適切かどうか、それに沿って育成が進んでいるかどうかのモニタリングまで関与すべきと考える。

取締役会の主体性ということでは、取締役会の実効性という点も記述に加えて欲しい。当然のことながら、取締役の実効性評価を行い、取締役会そのもののレベルを上げることが重要である。また、指名委員会においては、指名した責任が問われるべきであり、取締役そのものの責任についても記載が少ないのは問題であると思う。

原則 2 から 4 のように詳細が書かれている一方で、幹の部分がしっかり押さえられていないと思う部分があるので、押さえるべき部分をしっかり押さえた上で、言葉を洗練させていくことが必要ではないかと思う。

【仲田委員】 私からは、まず原則について少しコメントさせていただきたい。

原則 1 については、先ほどから指摘があったように、資本効率性だけに注目されてしまう傾向がある。横に成長性と書かれているが、資本効率性だけが取り上げられるのではないかと考えるため、ここは言葉の表現を変えた方が良いと思う。投資家の立場から見ると、資本効率性や R O E、あるいは R O E と資本コストのスプレッドも重要であるが、規模も同様に重要である。いわゆる E V A（Economic Value Added）を考えると、縦軸にスプレッド、横軸に規模を取った長方形の面積の大きさが企業価値の観点からは重要であるため、資本効率性の高さ、すなわち長方形の高さだけでなく幅の部分、規模の拡大も等しく重要である。E V A 的な考え方や、先ほど伊藤先生もおっしゃっていたキャッシュフローの創出力に関する考え方を取り入れることで、R O E が高いが規模が小さいという縮小均衡に陥ることなく、全体の企業価値を高めることにつながるのではないかと思う。したがって、規模の考え方も重要であるという観点を入れるべきである。原則 2 と 3 については、統合する方向で良いと私も考えている。さらに追加させていただくと、事業ポートフォリオの最適化という言葉が取り上げられているが、これはノンコア事業の売却とほぼ同義と捉えられると思う。その前に考慮すべきことがあると考えており、事業ポートフォリオというよりも、その一本手前のビジネスモデルの検討や見直し、アップデートが必要というメッセージの方が適切であると思う。ビジネスモデルのアップデートを行う中で、事業ポートフォリオの最適化が必要であればそれを行い、成長投資で新規事業を拡大する必要があると考える。上位概念としてビジネスモデルをどうするのかという議論があつてし

かるべきであるとする。原則2と3を統合し、ビジネスモデルの転換が必要な場合には、原則1で述べた経済価値や企業価値の最大化のためにビジネスモデルの転換が欠かせないのであれば、それを実行するという内容を盛り込むべきであるとする。最後に、原則5についてであるが、ここはCEOの選解任だけでなく、報酬委員会に関する内容も含める必要があるとする。特に報酬委員会がうまく機能している企業と話をする、CEOや指名委員会との間で次年度の目指すべき業績水準をすり合わせ、今年の業績のKPIを設定することが行われている。これは1年だけでなく、中長期の業績基準を含めて設定され、年度末にパフォーマンスを評価する際に、過去に合意した業績基準と比較してどうだったかを点検している。したがって、CEOの評価は役員報酬から始まると考える。CEOのパフォーマンスがどうしても駄目な場合には交代の話が出てくるだろうし、交代する前にはサクセッションプランが必要である。したがって、指名委員会と報酬委員会の両方を含めた形で記載することが望ましいと考える。

この原則自体の分かりやすさや整理に関して、細かい点になってしまうが、コーポレートガバナンスコードやスチュワードシップコードにおいてもそうであったが、原則が何を言っているのかを一言でまとめ、その後に本文が続く形にすることも一案である。例えば、原則1が目標やKPIに関するもので、原則2が経営戦略やビジネスモデルに関するもので、原則3が意思決定のプロセスに関するもので、原則4が経営陣の評価に関するものであるといった形で、一言でまとめると分かりやすくなるのではないかと考える。また、少数株主の立場から見て、取締役会の実効性をどう高めていくか、特に「稼ぐ力」を高めるために、取締役会自体がどのようにレベルアップしていくかが必要であるとする。原則1や原則2で述べた目標を達成するため、あるいは経営戦略を実行するために最適な社外取締役の人選を行い、社外取締役同士や取締役同士の評価を行って、より働きぶりを確認することが必要である。少数株主としては、取締役会の実効性が向上しなければ、会社の経営が改善されないと考えるため、取締役会の実効性を高めるという点を盛り込んでいただけると良い。最後に、細かい点であるが、資料8の「指摘事項」という表現について、指摘という言葉は何かにいちゃもんをつけているような印象を与えるため、少し強い表現であるとする。「問題提起があった」や「論点として挙がった」事項といった表現の方が適切である。また、機関投資家向けの要請や指摘があると思われるため、最初の文章で「それぞれの企業において検討がなされる」と記載されているが、機関投資家にも投げかける形で整理していただけると、我々も自分事として捉えやすくなる。

【内ヶ崎委員】 まず感想から述べるが、今回のアウトプットは、グローバル大企業のコーポレートガバナンスの在り方について、「稼ぐ力」を強化する軸での共通の基本方針（ポリシー）であると捉えている。「稼ぐ力」CG（コーポレートガバナンス）グランドデザインとして、打ち出していければ素晴らしいと思う。

私からは、当該CGガイダンスの活用方法と「稼ぐ力」強化のための環境づくりについて、少しコメントする。活用方法であるが、全体を俯瞰した統合的な取組みのために、CGガイダンスを活用してほしい。まずは、ベストプラクティスづくりとして、今回のTOPIX500を主な対象としたこのガイダンスを、各社の取締役会や指名・報酬委員会、そして、経営チームやCxOオフィスでの議論のたたき台にしてもらいたいと考えている。そして、議論する過程で、各組織や機能等の役割とチームの人財要件をしっかりと可視化して開示することで、多くのステークホルダーとのエンゲージメントが深化すると考えている。富士通さんもおっしゃっていたが、各社の経営の優先課題は異なるため、どこをタッチポイントにしても「稼ぐ力」を導く全体概要や5原則は参考になると思う。特に、「価値創造ストーリーとコーポレートガバナンスの関連性」の鳥瞰図は、経営の基本方針、経営チームの強化、取締役会の強靱化の目指すべき姿を議論する際に、原点回帰するという点で有用である。

次に、「稼ぐ力」強化のための環境づくりであるが、役割分担を強靱化するための束ねる機能が重要である。束ねる機能としては、まずコーポレートセクレタリーが挙げられる。取締役会の事務局ではなく、CGグランドデザインを描き、「稼ぐ力」につなげるエグゼクティブのポジションであることを大々的に訴求することが望ましいと考える。束ねることで信頼関係の構築を図る役割を発揮するが、例えば、CEOと議長、各委員会とエグゼクティブセッション、それから、執行側では経営企画、財務、総務、人事等が挙げられる。さらに、前回の議論でもあったが、指名・コーポレートガバナンス委員会がより取締役会チームの強化を支援するガバナンス機能を発揮することや、報酬・タレントマネジメント委員会がより経営チームの強化を支援するガバナンス機能を発揮することや、指名委員会で経営人財力の評価を行い、報酬委員会で会社業績評価を行うことを統合する機能を担うことも期待できる。将来の経営人財に、コーポレートガバナンスの観点から束ねる機能を経験してもらうことは、将来の「稼ぐ力」の経営基盤づくりにも寄与すると考える。

最後に、二点だけコメントする。日本が投資運用立国を目指す上で、機関投資家にもア

ニマルスピリットが必要であり、パーパスやマテリアリティを含めた価値創造ナラティブが求められていると考える。さらに、様々な規制をインセンティブに変えていくという発想が「稼ぐ力」の観点では重要である。例えば、役員報酬の業績連動給与として損金算入する要件が、現在は業務執行役員に対して同様の利益関連のKPIを使用することが要件となっているが、各役員の役割に応じて、例えば、伊藤先生もおっしゃったように、キャッシュフローやサステナビリティ等のKPIを活用することが将来の企業価値向上の原動力になると考える会社においては、こうした損金算入の要件がインセンティブ設計の阻害要因になっているため、税制改革していくべきである。

【武井委員】 ありがとうございます。まず、5原則は非常に重要であると考えている。現在、日本企業の「稼ぐ力」が問われており、大場さんからずっと指摘されている状況を改善するためにも努力することが重要なメッセージであると思う。

内容に入ると、この5原則には重複があるとの指摘があるが、構造的にボードについての記述があり、経営陣がやるべきことが書かれ、さらにその先にガイダンスなどの各論が存在している3層構造になっている。ボードに関しては5つが相当分かりやすく分かれており、ボードに対して送るメッセージもこの5つが非常に明確である。これに対して重複が生じてくるのはその先の経営陣がとるべき行動の箇所からであり、たとえば原則2と3などどう書いてもある程度重複が生じてくることは避けられない。さらにその先の各論に至るとさらに重複が増えることは避けられない。この5原則があり、その先にガイダンスがあるが、どのガイダンスの、どの活動を参照してリンクを張るか、そこでもどうしても重複が出てくる。そこで重複を恐れて原則自体の2とか3を統合することには私は反対である。原則1から5は、取締役会レベルで見たときに、今抱えている諸課題がわかりやすく示されている。また5原則を図でまとめた今日の資料3の24頁も非常に分かりやすいものとなっている。価値創造ストーリーをつくることが原則1であり、原則2では短期志向に陥る弊害が指摘されている。株主からも短期志向の声が多く寄せられ、経営現場も短期志向になるという問題がある。ボード側としても注意が必要な点である。原則3はリスクテイクの在り方についてであり、今日の議論にあったような中長期的な視点でのレジリエンスやリスクテイクの話もここに含まれてくる。原則4は、これを踏まえてマネジメントがCxO体制を構築し、マイクロマネジメントを避けることが書かれている。原則5は最後の評価に関する話である。このようにボードとしてみたときにこの5原則は非常に分かり

やすく分かれている。したがって、原則1から5のボードの部分は、原則の統合とか改廃とかの変更はすべきでないと思う。重複を調整する場合は、経営陣がとるべき行動の部分に関して調整を行うべきである。原則2と3についてはボードに対して明確なメッセージを送るべきで、2層目の部分は多少の重複が生じることを許容するか、あるいは重複を減らしつつ調整する形で進めるべきで、原則2と3を統合すると短期志向の話とリスクテイクの話が混同されてしまい、分かりにくくなる。なので原則2と原則3の事項は、原則としてそれぞれ残すべきであると考え。これが原則についてのコメントである。

その上で次に「稼ぐ力」に関する点について述べる。これは各論であり、2層目に書くか、3層目に書くかは別として、最近のトランプ政権の関税政策や国際的なインフレの影響がある中で、グローバルな競争において企業には値上げできる力も「稼ぐ力」のひとつの本質に関わる点となり、その重要な源泉の一つとして無形資産や知的財産の力がより重要となる。内閣府では、知財・無形資産ガバナンスガイドラインをバージョン2まで作成しており、無形資産の見える化を進めている。無形資産には伊藤先生の人的資本も含まれるが、見える化をしっかりと行っている企業、例えばブリヂストンや旭化成などで高い評価を受けている例がある。この知財・無形資産ガバナンスガイドラインでまとめている視点は、もともと価値共創ガイダンスに根ざしているものでもあり、わかりやすい。どのように取り入れるかはお任せするが、その視点も参照し盛り込むべきと考える。

もう一点、取締役会事務局に関する話があったが、今回取締役会の5原則が策定され、ボードが何をすべきかが明確になって初めてその事務局が何をしなければならないかも明らかになる。まただからこそ事務局にリソースを割くべきだという話にもなる。現状、コーポレート機能や間接部門、CxOを含めた部分に関しては、まだまだリソースが割かれていない状況である。これだけの原則をまとめることでボードの重要性が共有され、何をすべきかがより明確になるため、リソースも割けるようになる。たとえば、法務に関する人的資本もまだまだ不足している企業が多い。また三笥委員が指摘された経営の確実性についても重要で、これは原則1にも関連する。これから様々な経営環境やシナリオが変化の中で、経営者は正しいことを行うだけでなく、何をどうすべきかの戦略を考える必要があり、英語で言うところの「Do things right」から「Do right things」に変わる必要性が高まっている。さきほどの知財の点も同様でそれを行わなければ「稼ぐ力」は向上しない。こうした評価をボードが行うことも先ほどの5原則で示されているのだと思う。

【大場委員】 本取りまとめについて、皆さんが指摘されたように、5原則は非常にインパクトがあり、有効な資料として活用できるのではないかと。その上で、以下の三点を指摘する。

まず一点目は、原則1についてである。「中長期的な資本効率性を考慮した上で」という表現になっているが、資本市場とのコミュニケーションを前提とするならば、「中長期的な資本市場の評価を考慮した上で」と記載するのが望ましいと考える。次に二点目であるが、皆様から指摘があったように、原則2から4では文末が「確認する」という表現になっており、他の原則と比べるとやや異質に感じられる。整理してみると、原則2から4は取締役会の運営の枠組みを示しているのではないかと。キーワードとして「中長期的な方向性」、「リスクテイク志向」、「マイクロマネジメントの排除」が挙げられているが、これらはが運営の基本的な枠組みとして一本にまとめることができるのではないかと。最後に三点目であるが、この5原則の最初の文章について、一番初めに「「稼ぐ力」の強化に向けた企業経営を行う上で、事業ポートフォリオの最適化」という表現が出てくるが、これには唐突感がある。「事業ポートフォリオの最適化」という表現よりも、「優位性を伴った独自のビジネスモデルの構築」や「独自の価値創造ストーリーの構築」といった表現がふさわしいのではないかと。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業組織課

電話：03-3501-1511（内線：2621）