

「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8回 議事要旨

1. 日時：令和7年4月14日（月）14時00分～16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、神作委員、小林委員、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

【オンライン】岩田委員、大場委員、宮島委員
（欠席：澤口委員）

4. 議題：下記資料について

資料4_「稼ぐ力」の強化に向けたCG研究会の議論の全体像（案）

資料5_「稼ぐ力」を強化する取締役会5原則（案）

資料6_「稼ぐ力」の強化に向けたCGガイダンス（案）

資料7_「稼ぐ力」の強化に向けたCGガイダンス 別添 企業事例集（案）

資料8_CG研究会において問題提起があった事項（案）

5. 議事概要：

はじめに、事務局より資料3（「事務局説明資料」）、資料5、資料6、資料8及び澤口委員からの意見について説明した後、討議を行った。その後、資料4から資料8の最終取りまとめについて座長一任となった。

澤口委員からの意見及び討議の概要は以下のとおり。

【澤口委員からの意見】 第8回に提出される資料を拝見している。各委員の意見も取込みながら適切な内容にまとめられたと認識しており、賛同する。膨大な労力をかけてとりまとめをされた事務局の皆様に感謝申し上げる。その上で、ガイダンスに今回追加された取締役会事務局の部分（54～55頁）について、2点だけコメントさせて頂く。

まず、54頁の2つめの項目「取締役会事務局の役割を踏まえ、具体的な実務が構築されているか。」について、社外取締役が機能を十分発揮するために、取締役会事務局が重要である点は異論ないが、同時に、新任CEO、特にコーポレートガバナンス関連業務の経験

がない CEO が、執行側として取締役会に適切に対応するためにも事務局のサポートが重要であることを補足させて頂く。

また、54 頁の 3 つめの項目「取締役会事務局の役割を踏まえ、適切な担当部署・位置づけとなっているか」については、有能な事務局職員を確保するためには、当該職員が取締役会事務局と執行側部署の兼務を認める必要があること（ダブルキャップ）、その場合も取締役会事務局自体は、組織上取締役会の直属することが望ましいと感じることが多いことを申し添える。

【伊藤委員】 取締役会 5 原則が恐らく最も注目されるテーマであると思う。これまでも何回か議論してきたため、随分と整理されたと認識しているが、よりブラッシュアップするためにコメントを幾つか申し上げたい。

資料 5 を改めて見ると、この 2 頁にわたり書かれている 5 原則に「価値創造ストーリー」という言葉が何回も出てきて、やや重複感がある。非常に重要であるため、強調する際には当然高い頻度で言及されるが、「価値創造ストーリー」とはどういうものであるか。具体的には各社の取締役会で議論すべきことだとは思いますが、「価値創造ストーリー」という言葉が繰り返されている一方で、重要であることは伝わるものの、これがどこと連関しているかという点、資料 4、議論の全体像に目を通していただければ分かると思うが、この「価値創造ストーリー」の「価値」とは何なのかがあまり分からないままに 5 原則が展開されてしまうと、実務上、企業側としては困るのではないか。「企業価値」を投資家と企業側が協創して高めるというのが 2014 年の伊藤レポートからずっと続けてきたことだと思うので、どこかで「企業価値」とは何かという大テーマがあるわけであるが、そこには立ち入る必要はないと思う。一方で、この「価値創造ストーリー」で言う「価値」というのは「企業価値」であることが主として意識されているという文言が入ると、実務側としても企業側としても分かりやすいのではないかと考える。伊藤レポート 3.0 でも、研究会の名前が「サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会」であったため、恐らくそれとの一貫性・継続性をもう少し明示的に意識すると、読み手にとって都合が良いのではないか。次に、価値協創ガイダンスで「長期ビジョン」と「ビジネスモデル」と言っているが、その上位概念として「長期戦略」と言っている。この取締役会 5 原則には「戦略」という言葉があまり意識的に使われていないため、価値協創ガイダンスとの整合性を取るという点では、もう少し整合性を取ると良い。価値協創が

イダンスを作成する際には、その辺りのことをかなり意識した。

さらに、資料5の前文には、今回「また」ということで追加された中に「強靱な取締役会」という言葉が載っているが、ぜひ弁護士の皆さんにもお聞きしたい。後ろには「強靱な経営チーム」という言葉がある。「強靱な経営チーム」というのは、私にはイメージが湧き理解できるが、「強靱な取締役会」とはどういう取締役会を指しているのか。この言葉を使った背景や理由があればぜひお聞きしたい。

細かい点ではあるが、この5原則の前文には、言葉の整合性を取る観点から、前文では「資本効率」と言っていて、原則2の「経営陣がとるべき行動」では「資本収益性」と書かれている。何か統一した方が良いのではないか。5原則の中で言葉遣いが異なると、意味が違ふのかという心配が出てくるのではないかと思う。

最後に、資料8について、これは委員の皆さんがそれぞれのお立場で申し上げたことなので、同じ委員としてそのことについて変に言及するのもおかしいかとは思いますが、念のため申し上げたい。この問題提起や意見のあった事項で、資本市場の1番目に「ROE等の数値基準に基づき取締役の選任に反対する」といった形式的な議決権判断を行っている機関投資家も存在する。中長期的な成長を阻害する可能性がある」との意見があった。これは尊重すべき意見であるが、この10年間積み上げてきたコーポレートガバナンス改革の中で、2014年のレポートでも資本収益性やROE、最近では日本企業もROICというKPIを取り入れており、投資家はその姿勢に対してかなりポジティブである。これを「形式的な議決権行使」と言ってしまうと、例えばCEOの選解任にROE基準を入れよう、あるいは既に入れている会社もあり、このKPIを実質的なシチュエーション、文脈で捉えようという動きが今、各社で見られる中で、これを読んだ投資家や海外投資家は歴史の針が戻ってしまうのではないかという懸念を抱くと思う。ISSでもROE基準を入れているが、それは5年間という平均で見ているため、単年度で短期的に見ているわけではない。指摘事項の資本市場関連の1番目にこれが来ると、少し強いのではないか。

もう1つ、資料8のところで追加していただけるのであれば幸いである。創業家や大株主等が議決権を相当程度保有しており、議決権行使に際して当該創業家や大株主の論理で取締役の選任等に大きな影響力を行使するケースが出てきている。これが果たして株主共同の利益に資するかどうかの判断チェックを株主総会などで行う必要がある。これが株主共同の利益に場合によっては反するのではないか、少数株主の利益に反するのではないかということが、議決権行使の結果、単純に数の論理で決まってしまうと、ガバナンスを歪め

ることになるケースもあるのではないかと考える。東証も最近、上場子会社だけでなく持分法適用会社にも開示を求めているため、そのぐらい大量に、会社で言えば持分法に相当するぐらいの大量の株を保有している株主については、何らかのチェック、歯止め、あるいは開示の要請を考えた方が良いのではないかと感じている。

【内ヶ崎委員】 「稼ぐ力」強化のためのアニマルスピット経営を取締役会が後押しするコンセプトであり、資料全体の構成・内容については当然賛同している。特に今回追加された「本ガイダンスの活用例」のスライドや、「取締役会 5 原則と本ガイダンス項目の関係」のスライドは、コーポレートガバナンス改革の羅針盤として有用であると考え。少しだけ気づいた点について、コメントさせていただく。

まず、一点目として、ガイダンスの 10 頁の「監督の意味」のところで、右の括弧に「(左記に加え)」と記載されているが、左の部分で「執行にブレーキをかけたり、不祥事を発見すること」と記載されている。こちらを監督機能として期待するのは難易度が高く実現可能性に乏しいため、実際には内部統制システムの構築や実行の中で監督機能を発揮することが期待されると考える。その観点からは、12 頁の原則 2 の説明で記載されているように、「過度なリスクテイクを抑止する」といった程度の記載の方が適切である。

二点目として、26 頁の取締役会の「スキル・マトリックス」の記載であるが、海外では共通の資質やスキルが重視されており、今回の事例集の中でも「共通のスキル」という言葉が使われているため、その観点から共通の資質やスキルの重要性についても一言触れた方が良い。

三点目として、34 頁の下の方で、「ファイナンス・リテラシー」のある社外取締役の確保を記載しているが、これまでの議論の中で経営経験のある社外取締役の有用性についても主張されていたため、触れた方が良い。

四点目として、46 頁の報酬政策では、研究会の中で海外では報酬・タレントマネジメント委員会が多いという議論があったため、経営チーム強化に向けたパフォーマンス評価についても触れた方が良い。細かい点として、46 頁・47 頁でベース報酬を「固定報酬」と記載しているが、ここは「基本報酬」と記載した方が良い。

五点目として、48 頁で、経営の執行と監督の相互理解のために、海外のように C x O が他社の社外役員を兼職することの有用性に触れた方が良い。

六点目として、52 頁の「指名委員会は、幹部候補人材の選抜・育成に適切に関与できて

いるか」については、各社役割に応じて、取締役会や指名委員会・報酬委員会が関与するため、報酬委員会の記載も入れた方が良い。

最後に、54 頁の前回議論した事務局の記載で、海外のように束ねる機能としてエグゼクティブセッションを記載した方が良い。また、金銭面のリソースとして、具体的には社外取締役が弁護士やコンサルタント等の専門家を委員会等で活用するための予算確保も触れた方が良い。

【塚本委員】 取締役会 5 原則についてコメントを申し上げたい。

原則 2 と 3 の部分がいずれも語尾が「後押しする」となっている点が気になっている。取締役会の原則として、取締役会が主体的に何を行うべきであるかというものであるとすると、「後押しする」という言葉では、どうしても力点が後押しをされる側、つまり経営陣が何を行うべきかという点に置かれているように感じる。この原則の中身として、取締役会が何をすべきかが具体的に見えてこないのはもったいないと感じる。前回、「確認する」という表現が弱いという意見があったが、「後押しする」よりは、取締役会として「確認する」というほうが主体的な視点が表れている印象があった。言葉を言い換えるとしたら、原則 2 については、これまでの研究会で多くの意見があったように、取締役会が権限委譲を進めるべきであるという視点である。これがまさにリスクテイクの後押しであったと思う。ガイダンスの 17 頁でも、原則 2 と 3 に権限委譲が掲げられているため、それに関連付けた言葉として「後押しする」を「権限分配を適切に行う」とするなど、権限委譲の視点を念頭に置いたニュアンスが出ると良い。原則 3 の「後押し」は、どのように言い換えるか悩ましい。次の矢羽根の部分も考慮すると、職務執行状況を監視・監督するというニュアンスがあると感じる。しかし、守りの視点や「監督」という言葉は使わないようにしていると理解しているため、その点もあまり好ましくないであろう。改めて 17 頁の図を見ると、原則 2 と 3 で括られている緑のボックスの中の赤枠には、中長期的な収益性や資本効率の向上が記載されている。原則 3 では短期目線をやめるべきであり、むしろ中長期的な視点を求めるものであるため、「中長期的な収益性の向上に向けた議論を行う」といった形で、取締役会の主体性が見えるような文言を検討いただけると良い。本日の他の皆様のご意見次第でもあり、最終的には神田座長と事務局の皆様判断にお任せしたい。

【西村委員】 全体の方向性については賛同したい。その上で、三点だけ本日は申し上げたい。

まず、取締役会 5 原則の原則 1 についてである。第 7 回で提示された文案から「社会課題やステークホルダーについても考慮する」という文言が削減され、枠外での説明書きとなっているが、価値創造ストーリーの構築において重要な点であるため、やはり枠外ではなく原則そのものとして取り扱うことが望ましいと考える。例えば、「自社の優位性を伴った価値創造ストーリーを社会課題やステークホルダーについても考慮しながら構築する」というような表現が、現下の諸般の情勢を考慮しても望ましいのではないかと考える。

次に、二点目として原則 5 について申し上げる。CEO の評価は単年度の業績や指標に限らず、中長期的な取組の状況を確認しつつ行うことが大変重要である。今回の案ではその要素が矢羽根の 2 ポツ目に括弧書きで記載されているが、ここは重要な点であるため、例えばこの矢羽根の 1 ポツ目の次に「CEO の評価基準は、中長期的な取組状況の確認等、単年度業績に限らない評価が可能な内容となっているかを検証する」といった説明書きを追加することが、CEO が短期的な経営に陥ることを防ぐためにも望ましい。以上が 5 原則についての意見である。

三点目として、資料 6 の「稼ぐ力」の CG ガイダンスについてであるが、5 頁目の目的・活用方法に関して、本ガイダンスは有益な取組を促すために参考となる例を示したものであり、企業に対して一律に要請するものではないという説明を各企業にしっかりと理解していただくためにも、スライドの冒頭にその旨を持ってくることで強調する必要があると考えている。

【三笥委員】 取締役会 5 原則について三点、また資料 8 の問題提起事項について一点お話ししたいと思う。

まず、全体として、前回まで多くの意見が出ていたにもかかわらず、この短時間でこのようにきれいにまとまるのは本当に素晴らしいと感じている。その上で、一点目として、先ほど塚本委員からも指摘があったが、原則 2 と原則 3 が「後押しする」となり、原則 4 は「促す」と記載されていて、私個人としては、「後押しする」という表現は前回の「確認する」よりも良いと考えている。最終的には外国投資家に向けても発信するという位置付けであると理解しているところ、その際に、これらをどのように訳し分けるのかを考えているが、あまり良い案がない。対外的な発信の際に誤解を招かないように訳す必要があ

るため、字句の修正や調整が必要であれば行っていただきたい。

次に、二点目として原則 1 と原則 3 についてである。自社単独、あるいは自社が他社や他の事業を買収するシナリオを念頭に置いた記載になっているが、企業によっては人材や資金、技術などのリソースの制約を考えると、手持ちのもので何とかできるケースばかりではない。自社単独、あるいは自社が他社や他事業を買収するシナリオでは説得的な価値創造ストーリーが構築できない場合や、資本市場と短期・中長期のバランスの目線が合わない場合には、非公開化や他社による買収も含めて資本政策を幅広く検討すべきだというメッセージが欠けている。このままでは、上場維持前提、あるいは、買収防衛のような話に受け取られる可能性があり、それも本意ではないと思うので、ニュアンスを調整していただくのが良い。

三点目、原則 5 についてであるが、過去の勤務評定的な要素だけでなく、フォワード・ルッキングな要素も加味される表記になっているため、改善されたと考えている。この関係で、資料 6 のガイダンスの 40 頁から 41 頁の記述が、依然として過去の勤務評定的な要素に重点を置き過ぎている印象があるため、この原則 5 の書きぶりとは整合性が失われていると感じる。調整をしていただくことが望ましい。

最後に、資料 8 の問題提起事項のその他の最後に、中期経営計画についての記述がある。確かに中期経営計画について消極的な指摘がなされていることは理解しているが、取締役会 5 原則で中長期目線での経営を求めつつ、中期計画を作成しても意味がないというメッセージになると整合性に欠けるのではないか。マイルストーンがない長期計画しか立てていないと、結局進捗が分からなくなってしまう。問題視しているのが価値創造ストーリーを踏まえない中期経営計画であれば、そのように記載すべきである。要するに、要否が問題というよりは、作り方の問題である。現状、役員の中長期の業績連動報酬を中期経営計画の達成度に紐付けている会社も少なくないため、カテゴリー的に中期経営計画を否定的に扱うと実務が混乱するのではないかと懸念している。指摘自体は良いと思うが、トーンを調整していただければと思う。

【小林委員】 三点ばかり、特に大きなポイントではないが申し上げたい。

まず一点目は、5 原則の原則 1 についてである。最初に読んだときに若干気になった点がある。原則 1 の「経営陣がとるべき行動」のところに「グループの全体最適の視点を重視」という表現があり、その意味は後の原則を読むと理解できる。しかし、この頁だけを

見ると、「グループの全体最適」という表現がグループ全体の強みを最大化するという意味と全体のバランスを取れば良いという異なる印象を与えるのではないかと感じた。

次に二点目は、資料 6 の事務局の体制・仕組みについてである。かなり多くのことが書かれているが、この事務局の体制の重要な原則は、執行と取締役会の間において中立であるということである。事務局のスタッフは制度上、執行にレポートをし、執行から評価を受けるため、事務局の独立性が担保されていないと、取締役会と執行の分離の体制が整っていても、執行に引っ張られてしまう可能性がある。そのため、事務局の独立性についても触れた方が良いのではないかと考える。

三点目は問題提起の部分についてである。資本市場関係で、強いて言えば最初の丸の「ROE 等の数値基準に基づき取締役会の選任」という点と関係があることだが、今回 ISS が議決権行使の条件から DEI を外したという極めて政治的な事象が発生した。本来、議決権行使の推奨はそれぞれの企業の価値の最大化という視点で行われるべきであると理解していたが、今回の決定は極めてポリティカルであり、非常に残念に思っている。そこで重要なのは、議決権行使の判断は推奨会社の基準に従うのではなく、資本市場の参加者が投資先企業と十分な会話をを行い、議論を重ねて判断をすることの重要性である。今回の事象を踏まえ、企業と投資家の間での密な議論による議決権行使判断を求めることをさらに強調しても良いのではないかと考える。

【高山委員】

私からは、取締役会 5 原則について簡単にコメントする。この内容に賛同する。この 5 原則があることで、これまでかなり曖昧だった監督機能の内容が明確になったと思う。また、企業価値向上において、経営陣同様に取締役会も重要な役割を果たし、重要な責任を負うことがここで非常に明確になっていることを評価する。このような原則があれば、各企業はこれを基に自社においてどのような取締役会が適切かを議論することができ、その上でこの 5 原則は重要な土台になると考える。

今後のことについてであるが、現状ではこの取締役会の 5 原則は適切なものであるが、取締役会の在り方は、経営のステージによって変わってくると思う。したがって、これがこのままずっと続くわけではないと思うので、何年かに 1 度、例えば 3 年か 4 年に 1 度、この原則の内容を見直す機会を設けても良いのではないかと。また、この取締役会 5 原則は、企業が取締役会を見直す上でも役に立つが、企業と投資家が対話する上でも、そのベ

ースとして非常に役に立つものである。投資家・株主には国内の投資家も含まれるが、当然ながら海外の投資家も含まれる。このガイダンスについては既に予定されているかもしれないが、ぜひとも英訳し、海外の投資家や必要に応じて海外のレギュレーターとの対話の際に活用されると良い。その際の英訳に関する注意点として、欧米の投資家においては、取締役会は執行に対して受け身の姿勢ではなく、取締役会自らがリーダーシップを取るという観点で取締役会の役割を考えている。したがって、英語を使用する際には、受け身ではなく取締役会自らのイニシアチブやリーダーシップを感じられる内容にすることが望ましい。その観点から、先ほど各委員からの意見を伺っていて、「後押し」という言葉は日本語ではしばしば使われているが、これを英語に翻訳するとどうなるのかと考えるとところがある。そのため、日本語を少し変えるのか、英訳の際に工夫をするのか、その点について考慮されると良いのではないかと思います。

【宮地委員】 伊藤先生のコメントについて少しだけ触れさせていただきたい。5原則のところで、私も「強靱な取締役会」という表現がしっくりこないと感じていた。これは本原則を踏まえた行動が取れるように、「稼ぐ力」の強化に資する実効性の高い取締役会を構築するという表現の方が、むしろすっきりするのではないかと思いますので、その辺は少し字句の修正をされると良い。

また、もう一つ、ROEを基準とした選解任が冒頭に来ていることについて、重要ではないのではないかという意見があったと思うが、私は伊藤先生のROE 8%という指標は非常に大きなインパクトがあったと思うし、その後の東証のPBR 1倍割れ問題の提起もあって、上場企業の経営にとって非常に大きな変化が起きたという認識がある。それをひとつの基準として機関投資家が株主総会の議決権行使で取締役の賛否を決めるということが、日本の企業に対する一つの規律になった面があると考えている。また、その基準があるからこそ、CEOの選解任議論が指名委員会の中で行いやすくなった面もあると思う。特に、ROEが5年平均で5%以下の状態で、指名委員会でCEOの選解任の議論をしないというのは理屈としておかしいと思う。この「稼ぐ力」の文脈の中で中長期の価値創造をキーワードにし、それが実現できているかどうかの責任をきちんと問うことを考えると、その一つの基準としてはROEやPBRといった指標は重要であると思う。

一方で、業種によっては3年で大きな成果を出せ、ターンアラウンドしろと言われたときに、やはり1～2年は構造改革に邁進してROEが大きく下がってしまうことがある。

それを3年平均でROE 5 %以上などと形式だけで言われてしまうと、なかなか難しい面もあるが、日本の機関投資家は形式基準になり過ぎている面もあるのではないか。海外の機関投資家の方がむしろエンゲージメントを重視し、個々の事業や会社の状況を踏まえた上での意思決定を行う割合が高いと感じる場面も多い。議決権行使の際、一定のガイドラインは必要と思うが、ROEなどの形式だけでなく、会社の実態をよく理解した上で、議決権行使をするようにお願いしたい。それが製造業の多い日本企業を支える力にもなると考えている。

この委員会の意義について、「稼ぐ力」という観点から、やはり二つのポイントがあると思う。一つは取締役会の実効性であり、取締役会の実効性をいかに高めるかということ、もうひとつは取締役会が経営陣の質の向上、意思決定にどう資するのかということ、この二つが最終的には「稼ぐ力」を高めるコーポレートガバナンスのポイントであると考えている。機関設計の議論も重要であるが、やはり重要なのは取締役会の実効性が本当に高いのかどうかということである。その観点から、資料6の17頁にある評価の中には取締役会も評価に入れるべきであると考えている。評価は経営陣だけでなく取締役会そのものの評価も重要であるため、ここはあえて外出ししなくても良いのではないか。

取締役会の実効性評価は、普通会社であれば当然行われていると思うが、本当に実効性が高いかどうかを客観的に見ているのかという点に疑問を感じる。特に外部機関を使わず、自社での評価のみを行っている場合、昨年より少し良いとか悪いという評価を行っている会社も多いと思うが、それが他社と比べてどのようなレベルにあるのかを知ることも重要ではないか。毎年とは言わないが、3年に1度程度はそのレベル感を知るために外部機関による評価を実施することも有益である。

経営陣の質の向上に関しては、指名委員会の機能が重要であると考えている。日本の企業の場合、不祥事や敵対的買収の際に経営者が交代することはあるが、ROEが未達で交代することはそれほど多くないと思う。特にアメリカとは異なり、プロ経営者をマーケットから選ぶ仕組みが実質的には存在しないためというのが、ひとつの理由かと思う。そうした日本の現状を踏まえると、CEOのみにフォーカスして指名委員会が機能するのが良いのか疑問である。社内からの登用が多い日本においては、サクセッションプランニングが機能しているのか、サクセッションプランニングに沿った配置・育成が行われているのかを指名委員会が介入してモニタリングすることが重要である。それによってCEO以外の経営陣の質も評価できると考える。日本の実情に合わせた指名委員会の機能についてももう少し議

論が必要ではないかと感じる。

【仲田委員】 私も幾つかコメントをさせていただく。

まず、5 原則のところ、細かい点も含めて全体的に非常に読みやすくなっていることに感謝する。一点目として、原則 2 のリスクテイクに関して、矢羽根の部分でリスクテイクをすることと過度なリスクテイクを抑止することが両論併記されているため、ここは分けても良いのではないかと考える。特に、過度なリスクテイクについては抑止するという点をもう少し具体的に記載することで、取締役会が何を見なければならないのかがより具体的にイメージしやすくなると思うので、検討しても良いのではないかと考える。具体的には、1 つ目の矢羽根では経営陣に行動を促すところで一旦終え、2 つ目の矢羽根で過度なリスクテイクを抑止する、あるいはそれを抑止するためのメカニズムを具体的に記載することが考えられる。例えば、投資の際に適切なデューデリジェンスが実施されているかどうかの確認や、投資後の成果に関する重要なマイルストーンの設定を行い、取締役会がそれをモニタリングすること、または十分なコンティンジェンシープランが策定されているかどうかの確認を行うことなどである。こうした視点を持って、リスクテイクが適切であるか、過度に行われていないか、あるいはうまくいっていないときに撤退する準備ができているかを監督する形で、過度なリスクテイクの抑止を具体的に記載することは一つの案である。

二点目は、宮地委員が述べた点に関連するが、取締役会の実効性についてはこの 5 原則の中に入れても良いのではないかと考える。確かに、原則 5 に取締役会全体の实効性や社外取締役を含めた取締役各人の働きぶりの評価を入れることは適切であると考えますが、同時に原則 5 は CEO について言及しているため、その点を明確にしておくことにもメリットがある。取締役会の実効性、特に価値創造ストーリーの実現や経営戦略の実現に資する最適な取締役の人選ができているかを確認することが重要である。あえて言うと、原則 5 以外では原則 3 の中長期目線の経営の後押しに関して、中長期目線での経営の後押しできる、あるいは経営陣がそれを実行しているかどうかの評価や、適切な助言ができる最適な社外取締役の人選・選任を行うことが取締役会の機能であると記載することで、適切な人選を含めることができるのではないかと考える。「後押しをする」という表現について、私は「後押し」という言葉もありだと思うが、先ほど話題になった英訳に関しては海外への発信を想像したときに、どのような言葉を使うかを考えると、恐らく「promote」とい

う言葉を使うのではないかと思う。この「promote」という言葉であれば、ある程度しっくりくる。例えば原則 2 では「promote appropriate risk taking」とすることで、取締役会の役割として期待される内容が外国人にも違和感なく伝わるのではないかと思う。

最後に、資料 8 について幾つかコメントを追加させていただく。まず、最初の ROE 基準のところについて、伊藤先生の指摘はもっともであると考え。ROE 基準に基づいて判断すること自体は悪くないが、ROE 基準だけで判断することが問題である。ROE が低位であることを自覚し、それを改善するための経営戦略や構造改革を示すことが重要である。過去の ROE の数字だけで形式的に判断することは避けるべきであり、フォワード・ルッキングな戦略を考慮して評価することが理にかなっていると考え。

次に、事務局から説明された追加部分について、1 頁の最後の部分、アクティビスト等の株主に関する記述についてである。株主提案で出される候補者について、守秘義務や利益相反についての留意事項や、提案している株主がその点について十分な説明をしているかどうか重要な視点であると考え。独立性など、その取締役候補の適格性を判断するために重要な情報も含めて開示するのが当然の期待としてはあるというところは指摘をさせていただく。

最後に、株主提案に関して問題意識を持っていることとして、多くの会社と同じ文面で株主提案を行う事例がある。特に自己株買いや配当の提案に多く見られるが、これは企業にとって困難な状況を生む。経営陣に非がないわけではない場合もあるが、経営陣が真剣に資本政策を考えているにもかかわらず、真っ当な事業の分析もされていないような提案が多く出てくることは問題である。企業側には資本コストや PBR に関して説明責任が高まっているが、提案する株主にも株主提案の根拠を説明する責任があると考え。提案する株主は、例えばなぜ 10% の自社株買いを提案しているのかについて、より詳細な説明を行うべきである。

【宮島委員】 委員会で私自身が発言して点を含めて、委員から問題提示のあった事項を的確におまとめいただいたことで、今後の課題が明確になっていると考える。全体がよく整理されているので、ほとんど異論はないが、あえて 4 つほど指摘を申し上げたい。

一点目は、これは必ず修正したほうがよいという意味ではないが、全体的に目標に関して、順序が事業ポートフォリオの組替えが先で成長戦略が続く構成になっていることが気になる。順序はこれで良いのかを最後にお考えいただければと思う。一般的に考えると、

成長投資は全ての企業に必要であるが、事業ポートフォリオは多角化企業でなければ深刻な問題にはならないため、通常の順序は成長戦略、事業ポートフォリオであると思う。それをあえて事業ポートフォリオ、成長戦略の順で記述すれば、全体を構成していくことの含意が、例えば TOPIX500 の企業の現状において多角化が進展しているため、改革しなければならない一丁目一番地の問題が事業ポートフォリオの組替えにあるという認識が含意されていると読める。そういう意図であれば良いが、その意図が必ずしも強くない場合、読み方としては今のように解釈される可能性がある。単なる順番の問題であるが、意図がないのであれば素直な順番に直した方が良いし、意図があるのであればそのことをはっきりさせた方が良いと感じた。

二点目は、これまでの議論でも提示されてきたが、主として原則 3 に関わる部分である。前回の議論でも原則 2 と 3 にはやや重複感があるとの指摘があり、整理していただいてこのように書かれている。表示として「後押しする」という表現が 2 回出てくるのは使い分けた方が良いとの意見が出ていたが、同感である。具体的に詰めていくと、原則 2 は実物の側面でリスクを取ることを主として念頭に置いており、原則 3 は明示的ではないが財務的な観点から見て成長志向であることと逸脱しないことを指摘している。財務的な観点で成長志向から逸脱しないということの意味は、保守的になって現預金を貯め込み過ぎることや、リスクを嫌って負債の選択を回避すること、さらに必要がないのに長期投資を犠牲にしながら過度に株主還元を行うことなどである。両方向の問題点を是正し、正しい方向に向けていくのが取締役会の課題であり、取締役の任務であるとする。原則 3 がもしそのようなことを意味しているのであれば、それがわかるようにもう少し明確にした方が良い。内容的には原則 3 の方が、財務的な意味での取締役会から見ると監督という側面があるため、監督や指導という表現を使うことに抵抗があるのであれば、少し温和な表現が良い。それが現れるようにすることが一つの考え方である。取締役会に焦点を当てる形で書き換えることが考えられる。逆に、「経営陣がとるべき行動」の方で、裏返しで言いたいことを明示しようとするのであれば、この最後の部分で「中長期の成長による株主の考慮をした」という株主還元の前に、適切な現預金保有や適切な資本構成など、財務政策に関わる保守性に関連する用語を追加することで意味を明示させることができるのではないか。

三点目は、原則から離れ、最後にガイダンスのところに関連する。修正、再検討を求めるということではなく、むしろ、今後の検討課題を指摘することに近いかもしれないが二

点指摘させていただく。一点目は、ボードのサクセッションについて、ガイダンスの 38 頁から 39 頁に出ている。このボードのサクセッションは、「稼ぐ力」を高めるという意味で、いかに質の高い経営者を選任していくかが焦点である。その上で、日本の現実に即した形で、候補者プールや選任プロセス、対応した教育プログラム、育成プログラムがガイダンスとして本来書かれることが望ましいと考える。その点で、例えば企業事例集の 25 の事例があり、候補者プールや選任プロセス、育成プログラムが指示されているが、日本の事例は同じように並んでいるものの、具体的に日本はどうなっているのかが不明である。候補者プールがどのように特定されているのか、選任プロセスは 25 の事例と対比してどのような手続を取っているのか、育成プログラムがどのように設定されているのかを見ていくと、一定のバランスは取れているものの、同じような充実度の記述にはなっていない部分が残念である。事実上、25 の事例は外部経営者市場から適切に CEO を選任するプロセスを記述しているが、日本の場合は内部経営者市場を中心に CEO が選定されるプロセスが大半であり、その中で質を上げていく観点が重要である。今後の課題として、候補者プールや選任プロセス、育成プログラムについて充実した記述を追加することが望ましいと考える。

最後の点は、46 頁の報酬政策についてである。日本としてどのような方向・ガイドラインの手法を提示するかが重要である。経営戦略と報酬政策が連動していることは間違いないが、日本企業の報酬政策においては、日本固有の特性と報酬政策をどう設定するのが望ましいかを考える必要がある。その点で、ガイドできる考え方があると良いと考える。46 頁の最後に「役員報酬に関する開示は価値創造ストーリーを示す内容となっているか」と記載されているが、役員報酬を価値創造のストーリーを示すツールとして提案するのが一案化と思う。従業員に対する賃金政策と役員報酬を連動させて全体的に価値創造のストーリーを構築する事例があれば、例示としてその方向性について指摘があっても良いのではないかと考える。

【岩田委員】 岩田である。各委員の非常に活発で刺激的な意見が十分に反映された報告書になったと感じている。私自身の意見についても述べる機会が毎回あり、その意見を十分に取り入れていただいたと思うので、今日の時点では修正意見を述べるつもりはない。せっかくの機会であり、これがこの研究会で最後の発言の機会になると思うので、これまでの研究会を振り返った感想を四点述べたい。感想というよりは、特に評価したい点を 4

つ挙げる。

まず一点目であるが、最初に「稼ぐ力を高めるためのコーポレートガバナンス」というタイトルを見たときに、少し違和感があった。しかし、今回の研究会の議論を通じて、「稼ぐ力」を高めるためのコーポレートガバナンスとは何かが整理された点は非常に良かったと考える。すなわち、「稼ぐ力」を高めるためには、自社の競争優位を生かした価値創造ストーリーを作成し、それに沿って事業ポートフォリオの組替えや成長投資を行うことが必要であり、「稼ぐ力」を高めるコーポレートガバナンスはこのような経営を支えるための基盤であると整理されたことは、当研究会の大きな成果であると考えている。

二点目は、他の委員の方もおっしゃっていたが、「稼ぐ力」を高めるためのコーポレートガバナンスとして、取締役会の役割だけでなく、取締役会と経営陣が車の両輪であるという点が強調されたことは大きな進歩であると考えている。

三点目は、「稼ぐ力」を高めるための取締役会の在り方についてのガイダンスが、重要な全ての要素について網羅的に述べられていると感じる。結果として相当量の情報になっているため、そのままにせずに、その中のポイントを「稼ぐ力」を強化する取締役会 5 原則としてコンパクトにまとめたことは、非常に発信力の強化になったのではないかと考える。今日の委員会でこの 5 原則について幾つか意見が出ていたため、それらの意見も踏まえてさらに最後の磨き込みをしていただければ、この取締役会 5 原則という短い文書は非常に強いインパクトを持つものになると考える。

最後の点、四点目であるが、個別の論点は多くあったが、私が注視した点の一つは株主還元の在り方である。株主還元は短期的には株価を上げることができるが、それぞれの会社の中長期的な価値創造ストーリーに沿わないものは行わないということを明確に記載していただいた点は、今後各社において株主還元の在り方を議論する際に大きな影響を及ぼすと考えている。

【中西課長】 細かい点から大きな点まで、さまざまなコメントをいただいている。特に、原則 2、3、4 の最後の語尾、「後押しする」「促す」という部分については、最後まで悩ませていただきたい。

1 つだけ触れておくべき点がある。資料 6 のガイダンスにおいて、16 頁に価値創造ストーリーの構築について記載されている。価値観、長期の経営環境分析、長期戦略、長期ビジョン、ビジネスモデル、実行戦略、KPI という形で整理されている。価値協創ガイダン

スを踏まえ、価値創造ストーリー全体の営みとしては、これらの要素があると考えている。他方、すべての要素を表現することはできない上、一部の要素だけを取り上げることは逆に誤解を招く可能性があるため、「価値創造ストーリー」という表現を用いている。この5原則を初めて見る方に、どのようにその内容を伝えるかが大きな宿題であると理解している。また、19頁については、前回の2020年の事業再編実務指針から始めている。この部分は事業ポートフォリオの組替えに関するものであり、成長事業と成熟事業を成長性と資本収益性（ROIC）で分けている。それぞれの事業において自社の位置付けを評価し、成長事業として位置づけられる事業については大胆な成長投資を行い、成熟事業でも成長事業でもない事業として評価したものについては、自社がベストオーナーかどうかを見直すことが求められる。これを踏まえ、本ガイダンスでは、稼ぐ力の強化に向けて、まずは事業ポートフォリオの最適化、組替えを行いつつ、成長投資を行うという順番で整理した。各企業においては成長投資が共通のキーワードであるとの宮島先生の指摘もあったため、全体の仕切りを見ながら検討したいと考えているが、特定の企業を念頭に置いたわけではなく、19頁の発想に基づいて順番を考えた結果、事業ポートフォリオの最適化、組替えから成長投資という順番にした。その他、多くの指摘をいただいた点については、皆様の意見を踏まえ、必要に応じて修正を行う。

【神田座長】 私からも若干の感想を述べたい。伊藤先生のおっしゃったことについて、確かに5原則の中で「価値創造ストーリー」という言葉が何度も出過ぎているところはあると感じている。簡単に言うなら、この研究会では「稼ぐ力ストーリー」と記載したいところであるが、先生の意見を考慮すると、出てくる回数を多少減らすことはあり得ると思う。意味は企業価値であり、「稼ぐ力」という意味であると考え。次に、「強靱な取締役会」という言葉についてであるが、確かにこの表現は少し分かりにくい。むしろ取締役会の機能を示すべきであり、果たすべき役割や機能を発揮することがその意味である。その点を踏まえ、言葉については事務局で再考いただき、相談させていただければと思う。

もう一点だけ触れておきたい。塚本委員がおっしゃったこととも関連する。今回の研究会の報告書の中で、正面から出てこないことが二点ある。1つは、5原則を「監督」や「モニタリングモデル」という言葉を使わずに表現したことである。「監督」や「モニタリングモデル」と使った途端に分からなくなったり混乱することがあるため、それを使わずに表現したということである。これは報告書に正面からは書かれていないが、そのような

意図があると理解している。もう一点は、私の理解と皆さんの理解が多少異なるかもしれないが、全く別の産業組織課で関わった中で M&A 関係の指針がある。2005 年に指針があり、2019 年にキャッシュアウトの指針、2023 年に行動指針がある。記者の方などからこの 3 つの関係をよく聞かれるが、分かりにくい。私は次のように答えるようにしている。2005 年の指針は買収防衛策についてのもので、良いものと悪いものを整理したものである。つまり、考え方を示したものである。当時の会社法上適法かどうかとは必ずしもイコールではないが、良いものか悪いものかを整理した。2019 年はキャッシュアウトについて、友好的な買収が多い中で考え方を示した。そうすると、考え方は分かるが、具体的な買収提案や買収を考える際に、どう行動したら良いのかという声が寄せられた。そこで 2023 年の行動指針を作成した。この関係が分かっていないと、例えば 2019 年に具体的にキャッシュアウトを行う際、特別委員会を設けるなどの公正性担保措置が書かれているが、それが行動規範と混同されがちである。同様の問題が今回の 5 原則にもあると考えており、これがイコール行動指針と取られてチェックリスト化されると適切ではない私と思っている。今回は考え方を示しており、取締役会の果たすべき機能・役割や「稼ぐ力」を発揮するための取締役会のあり方について考え方を示したものである。これに基づいて各社の個々の場面での行動が具体的に取られるという関係にあると私は理解している。以上の点を踏まえ、今後、この考え方を示し、世に問うて、それを利用していただき、「稼ぐ力」の強化に結びついてほしいと考えている。

【大場委員】 私から付け加えることはあまりないが、一点だけ申し上げたい。「稼ぐ力」をテーマにしたガバナンス研究会はあまり世界にも例がない。こうした難しいテーマを日本の実情を踏まえて原則にまとめられたことは、大変画期的なことだと思う。その中で一点あるとすれば、原則 1 から原則 5 の中で評価について言及されているのは原則 5 であり、これは CEO に関するものである。その際に、原則 1 から 4 の内容を踏まえての評価となるが、あえて外部の評価の視点を取り入れることを考慮すると、「中長期的な資本市場の評価も踏まえ」という表現が必要になるのではないかと。そうでないと、「稼ぐ力」の強化に向けた研究会として発信するインパクトが乏しくなるのではないかと。

【武井委員】 何点か申し上げる。まず、資料 8 で仲田さんが先ほどおっしゃった透明性の話について、株主側が適切に情報を出しているのか否かは非常に重要なテーマである。

現在、資本市場における透明性については、実質株主の把握に関する立法論が進められているが、実際にはそれにとどまらず、株主に対してさまざまな規律が効きにくい状態が続いているという論点がある。この点において、今回のボード改革が行われているが、株主側に対して規律が及んでいないことは透明性の欠如を意味する。企業にはさまざまな規律が適用されているが、株主側には透明性の規律が欠けているという問題が存在し、これは重要な問題点の指摘であると思う。

次に、原則についてである。これは文言を修正するかどうかということではなく、一応確認しておきたい点である。重要な企業不祥事が発生した際には、ボードが一定のハンズオンを行うことがこの原則でも前提となっていると理解している。それをどのように表現するかは難しく、さまざまな考え方があるため、重要な企業不祥事があった際に一定のハンズオンを行うという考えが共有されているかを確認したい。

英訳の点については、直訳は避けるべきであり、海外で一般的に使用されているガバナンスに関連する用語、例えばオーバーサイトなどに馴染む形で意識する方が良いと考える。

最後に、今回の 5 原則及びガイダンスは非常に重要である。皆さんからの議論前・議論後の意見を踏まえると、議論前は「稼ぐ力」のためのガバナンスとは何ぞやと思う人が多かったようにも思われるが、今回の一連の議論で本当に重要なことが示されたと考える。特に、昨今の状況はトランプ関税を含めて経営環境の不確実性が非常に高まっている。このことは言うまでもないが、その中で今回の原則やガイダンスにおける一つのキーワードが「フォワード・ルッキング」であったが、今回の経産省さんの取り組み自体が非常にフォワード・ルッキングであると感じている。数年前にコロナ前にバーチャル総会について整理した際、それがコロナの発生と同時に非常にタイムリーなものであったフォワード・ルッキングな事例があったが、今回も同様に経営環境の不確実性が高く日本企業の「稼ぐ力」を強化する必要性が高まっている中、この議論が半年前から行われ、時代の流れに追いつくフォワード・ルッキングな取り組みが 5 原則等として示されていると考える。

それだけに、今回作成した 5 原則やガイダンスが正確に理解され、浸透していくことが重要であり、特に実際の取締役会の実効性評価にこの 5 原則を活かされることが非常に重要である。現在の取締役会の実効性評価はガバナンス報告書に記載されているが、日本企業の「稼ぐ力」の強化が重要である中、東証さんのガバナンス報告書の制度枠組みともコラボして、今回の 5 原則を活かした取締役会の実効性評価が行われるような仕組みを整え

ることが、経営の不確実性がリアルに高まっている中、これが活かされるために重要ではないかと思うのでご検討いただきたい。

あと実効性評価に関連で、32 頁のガイダンスの実効性評価の箇所にも 5 原則へのリファラルがあった方が分かりやすいだろう。現場の実効性評価にこれをどう活かしていくかを考え、本当に浸透させていくべきである。今回のフォワード・ルッキングで重要なものが出たと考えるので、世の中に浸透させることが重要である。

【大内委員】 意義ある成果をまとめていただけたと思う。その上で、中身について一点述べたい。

神田先生がおっしゃった一点目に関連するが、非常に読みやすく見える一方で、実際には読み方の難しい指針になっていると感じている。例えば「5 原則」について言えば、取締役会は「その結果を経営陣に還元するとともに、必要に応じて、経営陣に更なる検討を促す。」とあり、社外取締役過半数である取締役会が現実には差し戻したり、促したりするように読める文章になっている。しかし、前文のところに、業務執行役員であっても取締役の場合は取締役として振る舞うことが求められている。例えば、社外取締役が過半数でないボードの会社の場合、この原則の読み方として、経営陣と取締役とで人格を 2 つに分けて振る舞うというように読まねばならない。具体的には、「後押しする」あるいは「抑止する」といった表現があるが、経営サイドが過半の取締役会の場合、1 人が、後押しする人格と、後押しされる人格と、2 つの人格で振る舞うことを求めているわけである。

非常に大事なことは、現在「稼ぐ力」を増さなければならない状況下で、ボードと経営がそれぞれの役割を果たしながら 5 つの課題に取り組んでいくという考え方を示していただいた点である。また、別の見方をすれば、ガバナンスについての制度間競争が行われている中で、この 5 つの原則がきちんと実行されているのかという評価の視点がまとめられたと考える。したがって、これは重要なプロセスである。

例えば、「後押しをする」「抑止する」という書き方から、当然社外取締役が過半のボードを前提としているという単純な読み方をされると、皆様と積み上げてきた重要な議論が飛んでしまう。したがって、経済産業省におかれても、対外的な説明を行う場面があると思うが、この「後押しをする」という文言から、当然社外取締役が過半の会社を前提としているのかという問いに対しては、そうではないと適切に回答していただきたい。また、英訳の際にもこの含意を正しく伝える努力をしていただきたい。意味のある制度間競争が

行われ、日本の各企業が「稼ぐ力」を増していく礎となることを期待している。

【神作委員】 資料を拝読し、また事前にも御説明をいただいております、その際に中西課長に次の御質問させていただいたが、今日の議論を聞いてよく理解できたと感じている。一点目として、5つの原則は執行と監督の法理を前提にしているのかという質問であった。この点については、神田先生の先ほどの御説明で全て理解できた。二点目として、取締役会の実効性評価が非常に重要であり、特に外部からの評価、つまり外部の目を入れた評価が今後は重要なポイントになるのではないかと申し上げた。この点についても、今日の研究会で指摘され議論が尽くされたと思うので、これ以上付け加えることはない。

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）