

価値創造経営小委員会 第三回

# 価値創造を実現する取締役会の 「位置づけ」と「運営」の進化に向けて

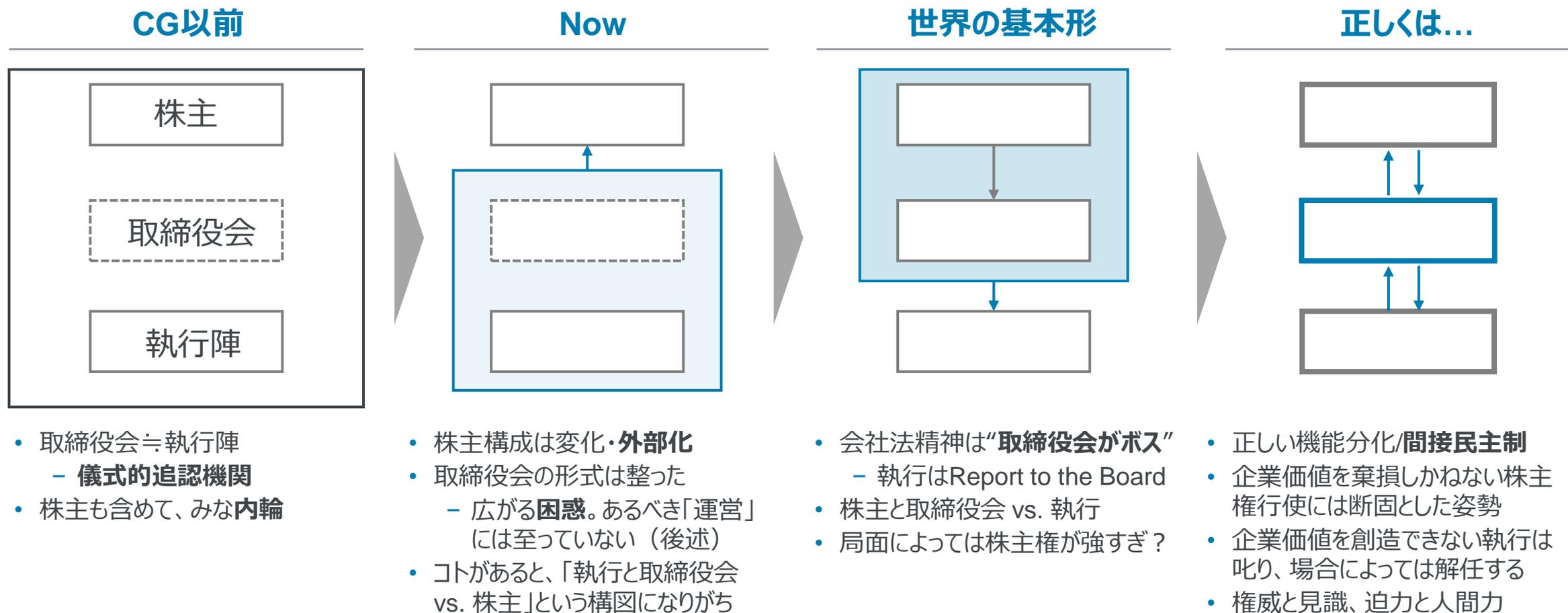


議論用ペーパー

2025年4月8日

みさき投資株式会社 中神 康議

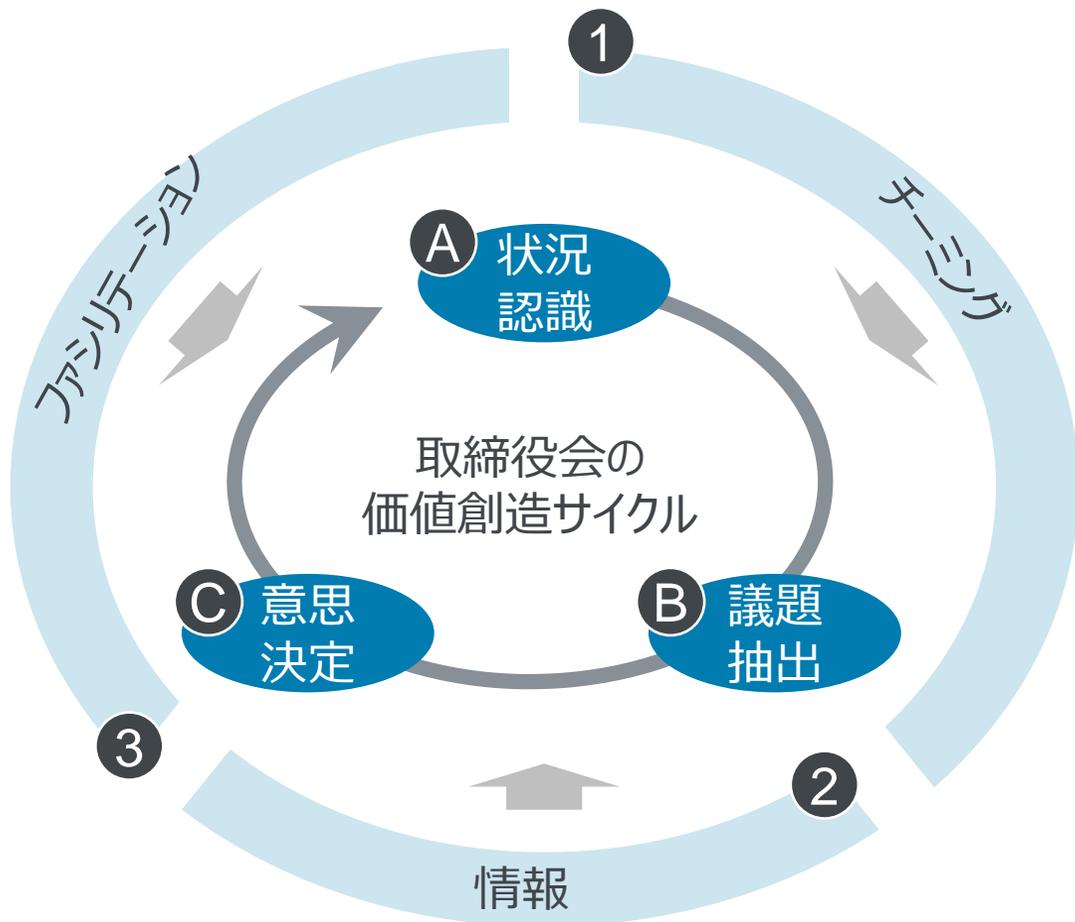
# ガバナンス改革の過去・現在・未来に関する基本認識 (1) 取締役会の『位置付け』



取締役会の機能分化/独立化を伴った、『**間接民主制**』の確立が求められる



## 価値を創造する取締役会の「二重のサイクル」



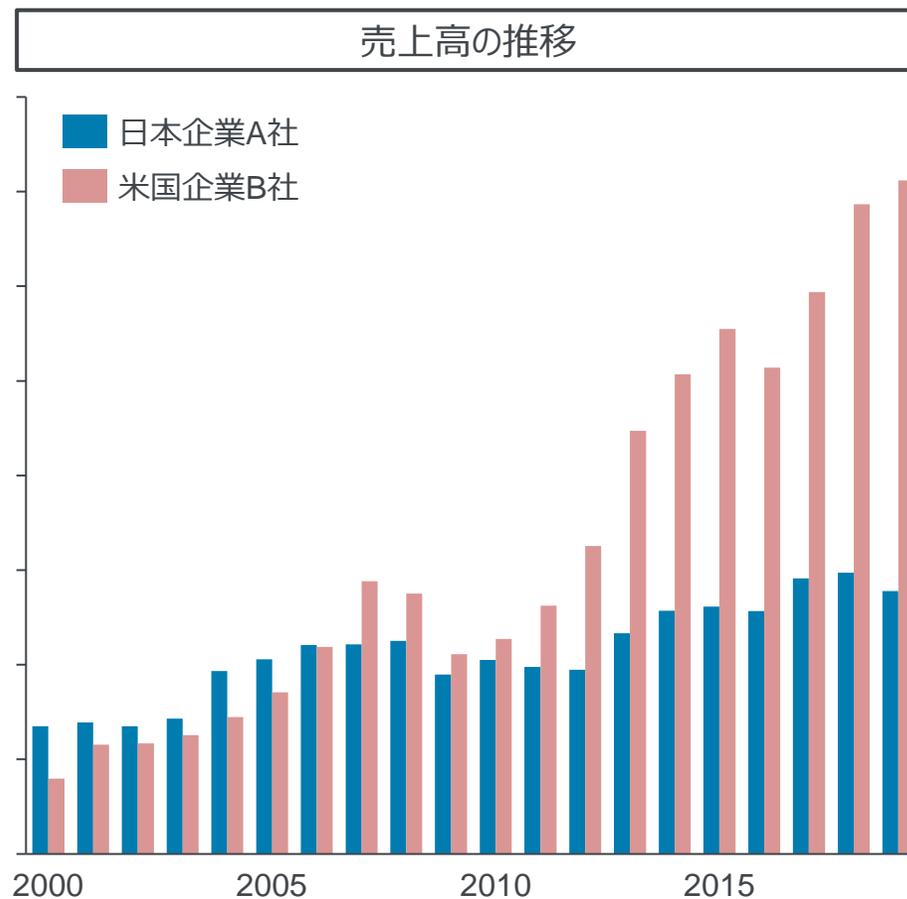
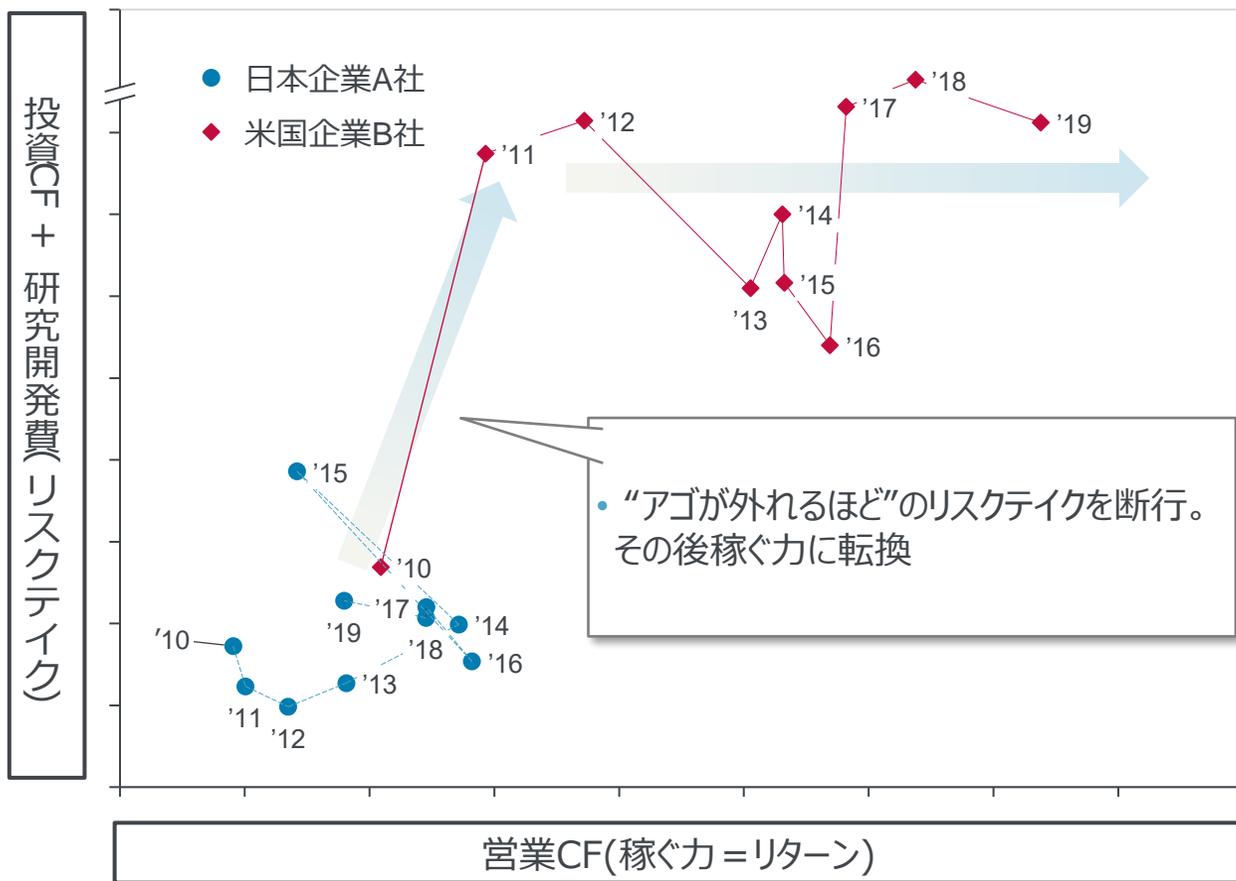
## サイクルを回すために必要な3つの基盤

- 1 チーミング**
  - 執行を監督し、**適切なリスクテイク**を促すための**適切なメンバー**を集め、**建設的議論**の場を設計する
    - 経営課題から定義される取締役構成
    - Executive Sessionの実施
    - 「同僚化」の工夫、泊りがけの合宿等
- 2 情報**
  - 取締役会と執行間の**情報の非対称性**を埋め、適切な状況認識と意思決定を支える
    - 取締役ブリーフィング
    - モニタリング・フレームワーク 等
- 3 ファシリテーション**
  - **状況に即した議題設定**を行い、議論をリードする
    - 議長とCEOの分離、議長によるアジェンダ設定
    - コーポレート・セクレタリーの設置等

# 正しい「状況認識～議題設定～意思決定」なしに、価値創造はない



A社とB社は大差ない競争ポジションだったが、気がつけば挽回が不可能な差がついてしまった  
 大きな資本を手にした競合は戦略の選択肢が増え、いまや「資本の力」で潰しにかかることも可能な状況



Source: 有価証券報告書、IR資料よりみさき投資分析

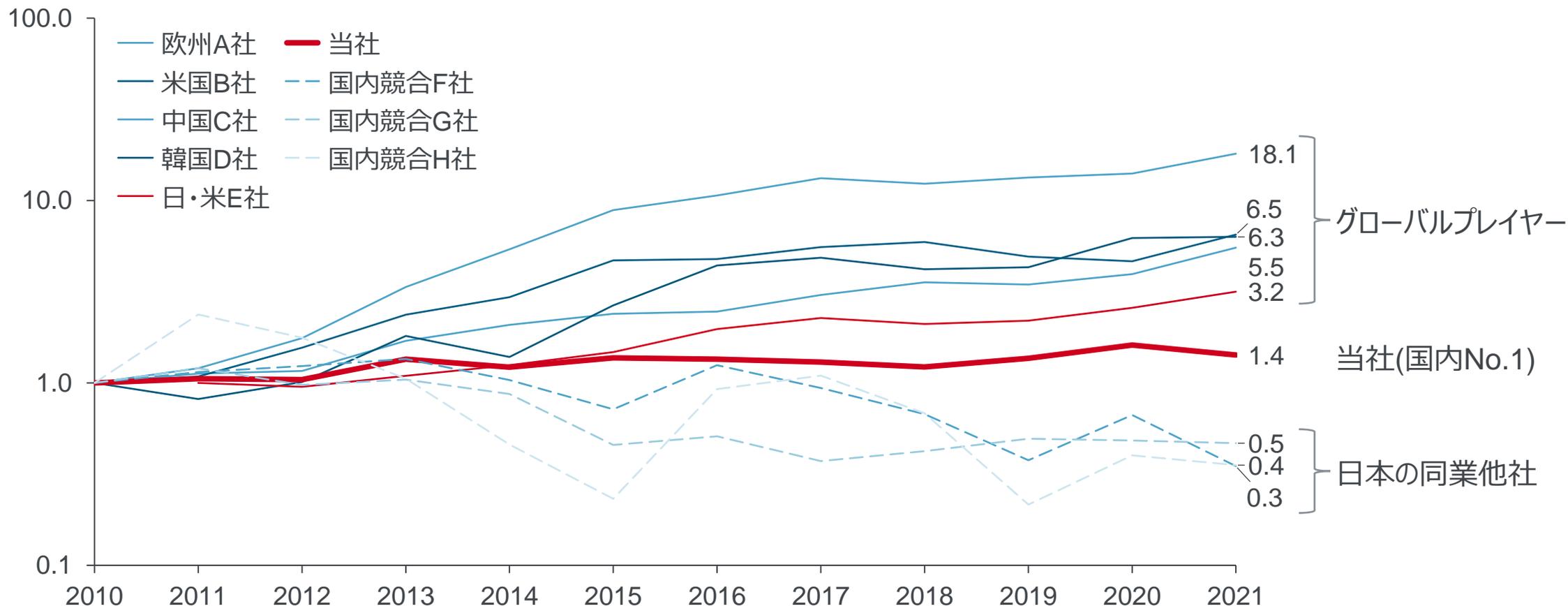
# 正しい「状況認識～議題設定～意思決定」なしに、価値創造はない



過去10年で国内競争は勝ち切った。一方で、グローバル競争からは完全に突き放された

利益指数：FY2010 = 1

Log Scale

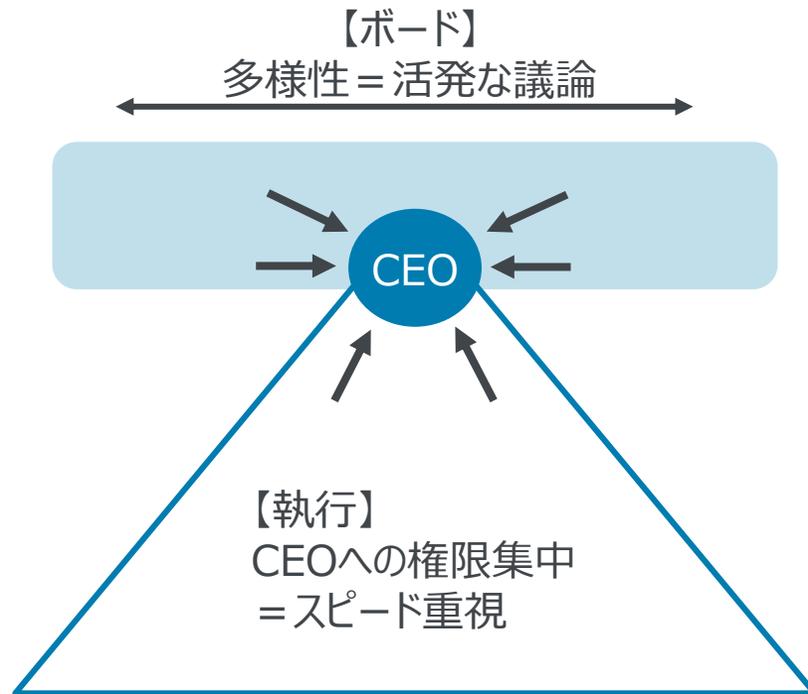


Note:  
Source: 各社公表数値よりみさき投資分析

# 企業経営という集団合議において、果敢なリスクテイクを促す



1. CEOに**権限を集中**させ、指揮命令システムを徹底的にクリアにする
2. 人類の叡智：「分業」システムを導入する

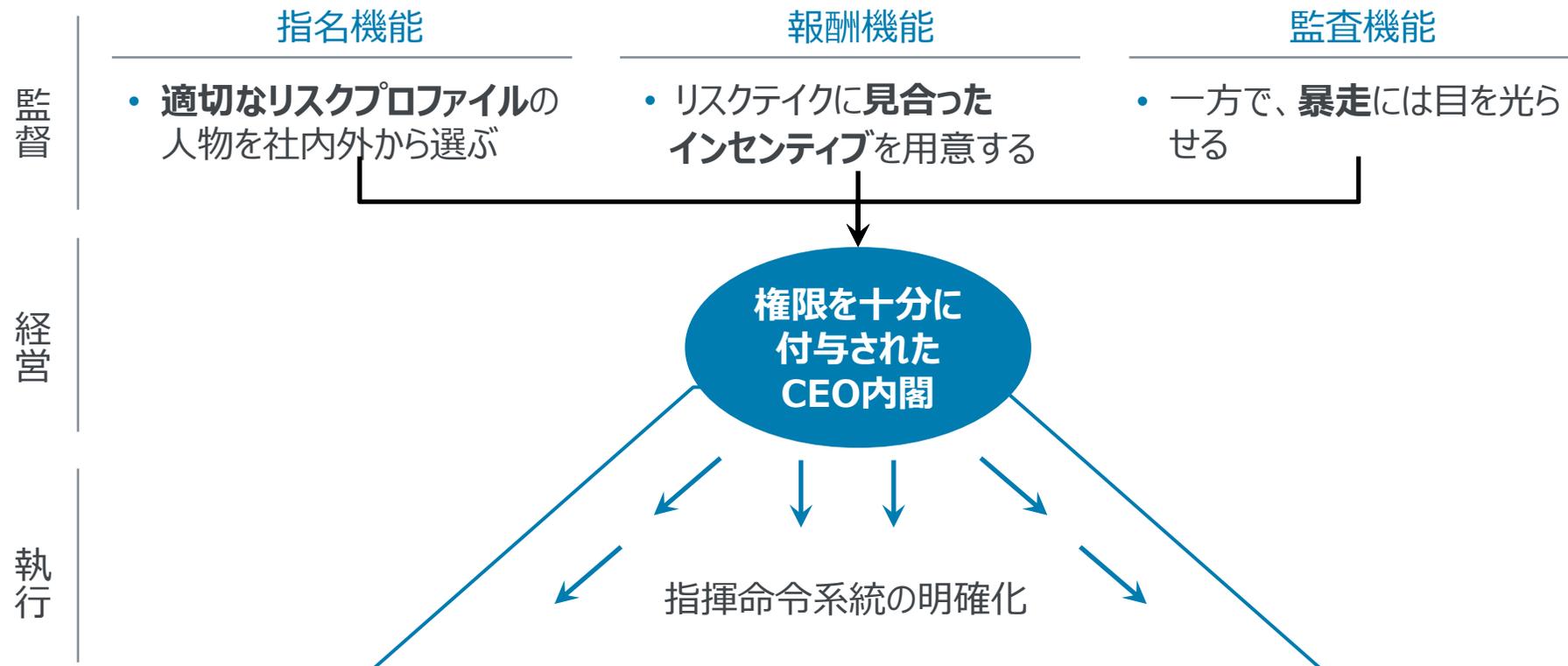


- 「執行」の姿・役割
  - CEOはアニマルスピリットを持ち、企業の“フルポテンシャルを引き出す”ことを責務とする
  - CEOは指揮命令システムを明らかにし、自らの経営チームを「**組閣**」する
  - 執行チームはCEOが付託されている責任の重さを理解し、よほどのことがない限り**従う**
- 「監督」の姿・役割
  - 多様な議論を尽くして大方針、およびその監督**指針・指標**を定める
  - 大方針を定めたのちは、CEOに執行権限を集中させ、自らは**事後的な**監督指針・指標に徹する
  - 平時はCEOを**エンパワー**するが、有事には冷徹に**選解任**を決定する

# 更なる分業システムを持ち込む



- リスクテイクを洗練するために、「指名」「報酬」「監査」機能を分掌する



- 指名委員会制度とは、高度なリスクテイクを連鎖させるためにこそ、活用するもの

# 取締役会の「位置づけ」と「運営」の進化に向けて...具体提言（1）



- 「**取締役会の独立性**」確立（「取締役会のマグナ・カルタ」と呼ばれた1994年GM取締役会ガイドラインも参考に）
  - **非経営陣による議長職**、または筆頭独立取締役という形で、取締役会リーダーシップの独立性を確保
  - 社内経営陣を除いた独立取締役のみによる定期会議の開催
  - ガバナンス組織と、そのプロセスは独立取締役が決定
  - 取締役候補は独立取締役が選定
  - 執行から**独立した予算**を持ち、必要に応じてコンサルティング会社や会計事務所、法律事務所や投資銀行などをリテイン
  - 上記、取締役会の独立運営を支えるコーポレート・セクレタリー機能の設計と導入 等

## 取締役会の「位置づけ」と「運営」の進化に向けて...具体提言（2）



### •【提言】 独立取締役の教育・研修、資格制度の導入

- 執行陣による企業価値創造活動（≒リスクテイク）をエンパワー、一方、長期にわたって価値創造がなされない場合は厳しく評価、場合によっては解任（アメリカでは約半分のCEOが取締役会によって解任されている）
- 短期的・エゴイスティックな株主要求には断固とした姿勢で臨む
- 上記行動を支えるガバナンス、企業戦略、企業価値算定の基礎知識と行動規範の習得（高度人材育成でもある）
- 英国では英国経営者協会（IoD）による勅許取締役制度。英国系の国々では取締役の研修・資格認定を行っている国が多い。アメリカでも全米取締役協会（NACD）が資格認定を行っている。中国でも証券取引所が試験を義務化。
- （本邦ではビジネススクール教育が浸透していないという社会システム上の欠陥を、これによって補完する）

### •【背景問題意識】 取締役会のスキルセットに関する調査

- 一橋大学大学院の円谷昭一教授が日米英EU上場企業における取締役会のスキル構成を調べている
- 主要スキルの中で、日本企業の取締役保有率が最も低いのが「財務・会計」スキル。日本では**40%**弱、米英EU企業では約**75%**
- 米国企業の根拠はMBAや会計学修士号といった学歴に加え、最多理由は「他社取締役経験」。次いで「CFO（最高財務責任者）経験」。
  - 日本企業では「根拠理由の記載がない」例が約**60%**も存在。それを除いた根拠の第一位は「**金融機関出身**」。取締役の専門性を重視する米国企業と、間接金融機関との関係性を重視してきた日本企業のコントラストが鮮明



- 「**株主還元原理**」の浸透（P28）
  - 現状：米国では配当性向ゼロ企業が最多、次に多いのは配当性向100%。日本では横並びで30%前後に集中
  - 原理：超過利潤が見込める投資機会が潤沢にあるなら配当すべきでなく、一方、ないなら溜め込むべきではない
- 議決権行使の実質化への障害（P36）
  - **現状**：パッシブ運用への過度な傾斜→多量の議決権行使の季節集中性→エンゲージメント行動抜きの画一的行使
  - **解決策**：多様な、しかもエンゲージメント型ファンドの育成が必要→エンゲージメントファンド育成のためのEMP
- 「戦略的提携のための政策保有株式」（P35）に対する問題意識
  - 「**事業会社による政策保有株式**」は認められるべきか？
    - 米国ではデュポン保有のGM株式約20%に対して、1957年に**独占禁止法違反、互惠取引、優越的地位の濫用**として最高裁判決。これを機に、ビジネス上の利益を狙った事業会社の事業会社に対するマイノリティ出資は激減