

## 独立社外取締役の行動ガイドラインレポート

### －ガバナンス底上げに向けて－

2020年3月26日

日本取締役協会 独立取締役委員会

## 内容

I.	はじめに.....	2
II.	基本認識 – 執行と監督の分離 – .....	4
III.	監督者としての独立社外取締役・取締役会の姿 – モニタリングボード – .....	5
IV.	日本企業の平均的機関設計 – 監査役会設置会社が支配的であり「あるべき姿」から遠い現状.....	7
V.	独立社外取締役委員会の提案 – 独立社外取締役の実力底上げ – .....	8
	別紙(参考).....	10

## I. はじめに

### コーポレート・ガバナンスの議論の中心は形式から実質へ

コーポレート・ガバナンス・コードの策定及び準拠など、日本企業のガバナンス改革に向けた形式面の整備は進んできている。ついには会社法で社外取締役の選任義務付けが規定されるに至った。しかし、形式的にガバナンスが整備されても、実質面の理解がまだ追いついてきていないことが散見される。

その点を推し進めるためには、CGの基本となる取締役会、取締役、特に独立社外取締役のやるべき事の具体的な内容の共通認識が不可欠である。

そこで本ガイドラインレポートでは、実質的なガバナンス体制を構築し機能させるために、コーポレート・ガバナンス（CG）の主役である独立社外取締役は如何に行動すべきかについての指針を示すことにチャレンジしたい。

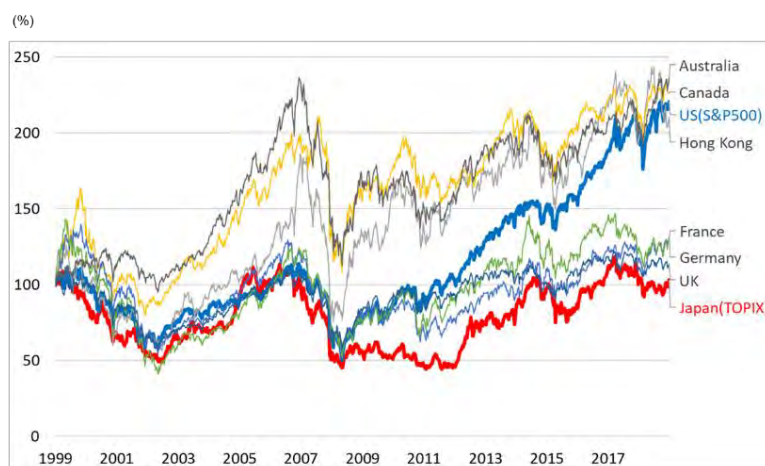
### 前提となる問題意識—日本企業の資本生産性の低さ

2012 年末のアベノミクスから早 7 年が経過し、企業の株価意識が高まってきたことは間違いないだろう。しかし、未だ日本企業の資本生産性が低く、その結果グローバル資金の獲得競争に劣後している現状を認識しなければならない。それに当たり今一度日本の資本市場が置かれている状況を確認しておきたい。

### ・世界の主要株価指数の推移

「長期的な価値創造」という観点から、1999 年を始点とする長期間の株価推移を先進各国で比較した。長らく続いた株価低迷が 2012 年から上昇トレンド入りしたのは確かだが、世界各国のレベルからは大きく劣後しており、未だ 1999 年の株価とほぼ同水準にあることが見て取れる。

【世界の主要株価指数の推移（現地通貨ベース）】



Source: Bloomberg, Misaki Capital

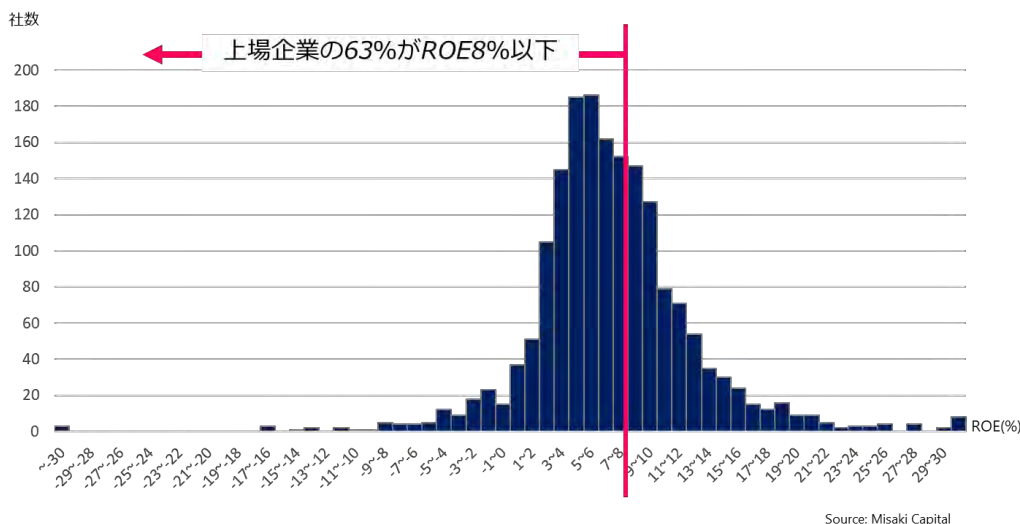
### ・資本コストと ROE

企業は株主の期待するリターン(株主資本コスト)を上回る利益(ROE)を持続的に出し続けなければならない。

上記のように株価が長期にわたり上昇しない理由は、日本企業の資本生産性が資本コストに達していないことにある。例えば過去 10 年間の個別企業の ROE 平均値を分布図に取ると、**実の上場企業の 63%が一般的な株主資本コストとされる 8%を下回っていることが分かる。**つまり、年金資金を始めとした、リスク負担と引き換えに将来のリター

ンを要求する資金を市場から調達していながら、10年という長期平均で見てもその期待に報いることができていないのである。この事実の前ではROEが資本構成で変化しうることや、短期的な業績がマクロ経済の動向に左右されうることは言い訳にならないであろう。

【 資本生産性（過去10年平均）の分布状況 】



・日米欧の ROE の分解

なぜこれほど日本企業の資本生産性は低いのだろうか。ROEの差が米国とは約2.2倍、欧州とは約1.8倍ある中で、しばしば指摘される資本構成の違いで説明できる差は2~3割に過ぎないことが分かる。何よりも大きいのはマージン、すなわち本業における「稼ぐ力」の差に他ならない。

日本経済が長期持続的な成長を取り戻すためには、取りも直さずこの「稼ぐ力」の低さに真摯に向き合わねばならない。したがって、独立社外取締役の役割としてもコンプライアンスや内部統制は当然の要件でありながら、事業経営力に貢献できることが最大の役割になると言っても過言ではない。以下本提言では、こうした観点から独立社外取締役の役割について検討してみたい。

【 Breakdown of ROE】

		ROE	マージン	資産回転率	レバレッジ
日本	製造業	7.8%	5.2%	0.88	2.06
	非製造業	9.3%	5.2%	0.98	2.60
	全体平均	8.3%	5.2%	0.91	2.28
米国	製造業	18.2%	10.5%	0.73	2.50
	非製造業	19.2%	9.4%	1.02	2.99
	全体平均	18.6%	10.0%	0.85	2.72
欧州	製造業	15.2%	8.6%	0.82	2.49
	非製造業	15.3%	10.4%	0.85	3.13
	全体平均	15.2%	9.1%	0.83	2.76

Note: FY2009-2018, excluding financials  
Source: Bloomberg, Misaki Capital

II. 基本認識 – 執行と監督の分離 –

株式会社は、構造上「所有」と「経営」が分離されているため、経営者は所有者たる株主から干渉を受けることなく経営することが可能である。その結果、経営者が保身に走る場合は、事業の成長よりも、自らの地位の安定を優先してしまふことも起こりうる。最悪のケースではモラルの低い経営者が不正に手を染めて会社に大きな損害を与えることもありうる。「執行」と「監督」の分離とは、このような経営者に歯止めをかけるために、歴史的に発展してきた制度である。

しかし、**我が国においては、長らく取締役と経営陣が兼務され、「執行」と「監督」の分離が不十分であった。**取締役会は基本的にすべて社長の部下で構成され、社長が監督にさらされることのないという構造がわが国の標準的な姿であった。これはガバナンスが空洞化する危険性を帯びた体制と言わざるを得ない。

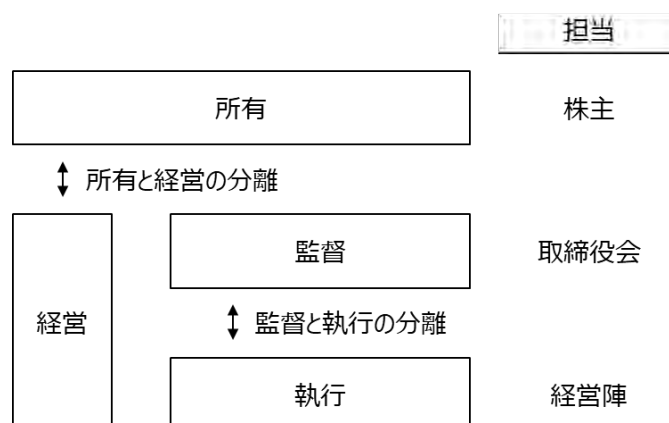
他方、**現代の経営環境の下、力強い成長を担保するためには、経営トップによる強力なリーダーシップ、果敢な意思決定が必要であり、言い換えれば経営トップに対する後押しとそれに伴う監督体制の双方を同時に築く必要性が増してきているのである。**

これが独立社外取締役が導入された背景であり、CGの目的である。すなわち、CGの目的は、企業の低成長や不祥事、特にわが国において特徴的に散見される「不作為の罪による成長不足」により悪影響を受けるステークホルダーの利益を守るため、企業の「執行」を担う経営陣（とりわけCEO）を「監督」して規律付けをすることにある。

換言すれば、ガバナンスの本質とは「監督」と「執行」の分離にある。日本のガバナンス改革は、ここへの理解が圧倒的に足りていない。そのために、独立社外取締役に事業上のアドバイスを求めるなど、歪んだ議論が横行している。

それでは、「執行」とは何か。それは「企業価値増大」のために事業・組織をスピーディーに動かし、現実の成果を出すことに他ならない。そして「監督」とは、そのような執行を見守り、必要に応じて変えることに他ならない。監督というと、不正を起こしていないかに目が向きがちであるが、我が国においては企業価値増大の担保がガバナンス改革の大きな目的であるから、事業の成長を達成できているかどうかこそが監督の対象なのである。

「執行」の責任者であるCEOは、取締役会からの「監督」を受ける。裏返せば、CEOはあくまでも“report to board”がその責務であることを肝に銘じなければならない。



株式会社は構造上、所有と経営が分離されていると述べたが、オーナー企業のような場合には所有と経営が実態上、一体化している。このように所有と経営の分離度合いに応じて、ガバナンスの求められる度合いや力点、取締役会の役割は変わってくる。

株主と経営陣との関係に着目して、企業を3つに分類したならば、すなわち、第1類型は、大株主が存在し、経営者として関与するケース、第2類型は、大株主が存在するが、経営者としては関与しないケース、第3類型は、株主が分散しているケースである。

この分類を政治制度に照らし合わせて考えると、それぞれ、独裁制・立憲君主制・共和制と性格が重なってくる。そこからガバナンス上の力点を考えると、第1類型においては、独裁制のオーナー社長が絶対権力を有するが、「絶対権力は絶対的に腐敗する」といわれる中で、これに対応することがガバナンス上重要となる。第2類型においては、大株主と経営陣が相互に均衡を持ちやすい状況の中で、両者の利害調整を図ること、企業価値保護の観点から両者の適正な相互牽制をはかることがガバナンスの力点といえる。最後に、第3類型においては、株主分散の中で経営者側に対するガバナンスが弱まることへの対応が重要である。特に、日本企業では、経営者側にも権力分散構造が生じ、無責任・不作為・忖度が発生しかねないことが課題であり、これに対して如何にガバナンスを効かせるのかが重要である。

本レポートにおいては、現在の日本の上場企業において、多くの企業が当てはまる第3類型の企業を主に念頭に置くものとする。

	株主と経営者の関係	政治学上のアナロジー	ガバナンスの力点
所有と経営の分離 ↓	第1類型 大株主が存在し、 経営にも参加	“独裁制” トップダウンによる 素早い意思決定	絶対権力の 絶対腐敗防止
	第2類型 大株主が存在するが、 経営には参加しない	“立憲君主制” 適度な相互牽制	ステークホルダー間の 利害調整
	第3類型 株主が分散	“共和制” 社内調和	無責任、不作為、 忖度の発生

### III. 監督者としての独立社外取締役・取締役会の姿 – モニタリングボード –

「執行」と「監督」の分離の認識に立つならば、**「監督」の主体者たる独立社外取締役・取締役会の役割というものは、煎じ詰めてしまえば以下の二つしかない。**

#### ① 経営者の成績評価・報酬決定

単に問題を指摘するのではなく、経営者を後押しする環境を作ることが重要である

#### ② 経営者の選解任 (= 後継者の選任)

経営を後押しするかわりに、その結果の責任をとってもらうことは必要となる。

監督に実効性を持たせるためには、経営者に対して、企業価値増大に向けたインセンティブ付けも行わなければならない。インセンティブ付けのためには、成績が上がった場合には報酬を上げて、成績が悪い場合には報酬を下げる、中期的に判断し成長が見込めないときには解任権を発動する。これがなければ監督は実効性を持たない。

これらの役割を発揮するという意味から、「**監督**」の主体組織である取締役会の本質は「**モニタリング**」にある。**すなわち、経営の執行に関するアドバイスやコンサルではない。**アドバイザーボードと呼ばれる、独立社外取締役にアドバイスを期待する取締役会が存在するが、このボードでは、執行に関わってしまうことでモニタリングという第一義的機能の発揮を阻害する可能性があることを認識しなければならない。監督者たる取締役が執行マターについてアドバイスした場合、その結果が悪かった場合に、それを厳しく取り締まることができないという危険性が存在するからである。

**モニタリングを一義とする取締役会の最も素直な形式は「モニタリングボード」である。法的に認められた制度から言えば、「指名委員会等設置会社」あるいは「監査等委員会設置会社」が素直な選択であろう。**指名委員会等設置会社または監査等委員会設置会社においては、業務執行の決定を執行役に委任することが許容されているから、取締役会はまさに純粋なモニタリングボードとなることからである。

上記に関連して、取締役会にいかなる役割を求めるかに応じて、取締役会は3つの類型に分類されることを理解する必要がある。

一つ目は、取締役会がマネジメントの役割を担う**マネジメントボード**である。かつての日本企業は、監督と執行の分離がなされておらず、経営陣が取締役会のメンバーを兼ねる、マネジメントボードが主流であった。この場合、取締役会のメンバーは社内取締役によって構成される。後述の通り、会社法上では、監査役会設置会社がマネジメントボードを想定しているといえる。

二つ目は、取締役会にアドバイスを期待する**アドバイザーボード**である。この場合、社外取締役に招聘し、当該取締役がアドバイス機能を果たす。この取締役会は未だに監督と執行の分離がされておらず、だれも純粋な監督機能を発揮することがない。我が国において、社外取締役の導入が始まった初期段階においては、この形をとる会社が多かったといえる。

三つ目は、取締役会がモニタリングの役割を担う**モニタリングボード**である。この場合、独立社外取締役が取締役会に入ることによって、監督と執行の分離を実現する。本論で述べた通り、取締役会の本来的な役割は監督にあり、モニタリングボードこそが現在のガバナンス体制上ではメインストリームであるべきである。会社法上では、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社がモニタリングボードを想定しているといえる。

		マネジメント ボード	アドバイザー ボード	モニタリング ボード
監督		概念不在？	概念不在？	社外取締役中心の 取締役会
執行	(狭義の) 経営	執行陣	執行陣	執行陣
	(狭義の) 執行	執行陣	執行陣 +社外取締役	執行陣

#### IV. 日本企業の平均的機関設計－監査役会設置会社が支配的であり「あるべき姿」から遠い現状

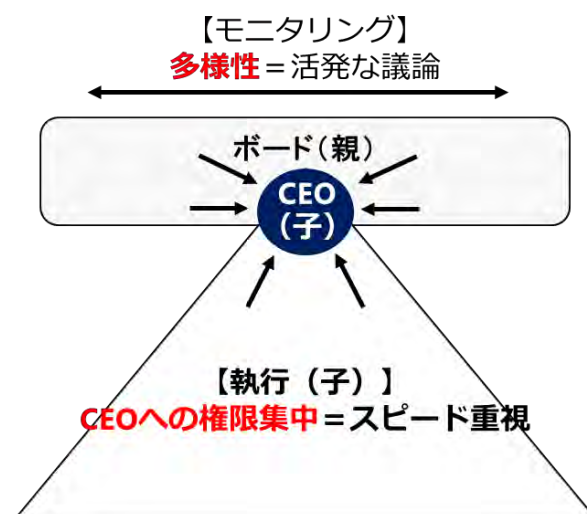
上述の通り、モニタリングボードである「指名委員会等設置会社」あるいは「監査等委員会設置会社」が CG の主流であるべきだが、**現実を見ると、わが国上場企業の実に 3/4 の企業は上記 2 制度ではなく、「監査役会設置会社」を選択している。**

会社法上、監査役会設置会社においては、重要な財産の処分・譲受けなどの執行マターが取締役会決議事項として定められている。すなわち、「監督」の主体者たる取締役会に「執行」の議論が紛れ込んでいることが実態なのである。本ガイドラインレポートとしてもこのリアリティに目を背けることはできない。

他方で、我々は本ガイドラインレポートを作成するにあたって、様々な経営者、取締役、有識者に対するヒヤリングを重ねてきたが、その結果、時代を生き抜くガバナンス体制のあるべき一つの姿は、①CEO に権限を集中させる一方で、②その CEO をしっかりとモニタリングする取締役会が存在し、その取締役会では多様かつ活発な議論が交わされているものであると考えている。

なぜならば、変動性の高い時代においては、市場環境やテクノロジーが目まぐるしく変わる中で、それに対応するために素早い意思決定・行動が求められる。そのときに多人数合議制で物事を決めては他社に後れを取ってしまう。あるいは、稼げる事業立地に変化が起こる中で、既存のビジネスモデルに拘泥せずにポートフォリオの入れ替えを行うためには、トップダウンによる果敢な意思決定が求められる。したがって、可能な限り CEO に権限を集中することが求められる。更には、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べきであり、そのためには、自らの経営チームを裁量により「組閣」することができるようにするべきである。執行チームは CEO が付託されている責任の重さを理解し、基本的には CEO の指揮命令に従うべきなのである。

その一方で、権限を持つ CEO を監督する取締役会の重要性は高まってくる。従来の典型的な日本企業では取締役会が形骸化し、議論が行われず、報告だけ行われる取締役会も多かった。そのような取締役会では監督機能を発揮することができない。活発な議論を重ね、多角的な意見を交わすことによって経営上の大方針や監督指標を定めていくことが重要である。そのうえで、基本的には CEO をエンパワーして取締役会は事後的な監督役に徹するべきであるが、有事の際には冷静に CEO の選解任を決定しなければならない。



このような「あるべき姿」からすれば、取締役会はモニタリングボードとして機能するべきであり、法形式上は、指名等委員会設置会社をとることが自然である。しかし、上述のように我が国の企業の多くは「監査役会設置会社」を選択してい

るため、それを前提にして、如何にして「あるべき姿」に近づけていくかが問われているのである。

## V. 独立社外取締役委員会の提案 – 独立社外取締役の実力底上げ –

「監督」と「執行」が未分化の「監査役会設置会社」において、形式面だけを先行して整備すると、形式と実質が乖離したまま固定化することが懸念される。例えば、取締役会の経営者の選解任機能を果たすために指名委員会の設置などを急いでも、そこに参加する独立社外取締役が現任社長を評価することができなければ、かえって指名委員会を社長にコントロールされてしまい、ガバナンス不在の事態が生じかねない。

そこで、取締役会の形式と実質を一致させるためには、ベストプラクティスを形式的に導入するのではなく、ある程度時間をかけて、独立社外取締役の実力の底上げを進めていくべきだと考える。

また、CEO への権限集中のみが先に進み、独立社外取締役の実力が伴わなければ、CEO の暴走をいざというときに食い止めることができない。

特に、**ガバナンス改革進展の影響で、複数取締役を導入する企業は一気に増えたが、その結果、数多くの独立社外取締役が誕生した。**東証一部 93%もの企業が一気に複数社外取締役を導入した結果、単純換算で言えば 2000 社×2 人＝約 4000 人程度の新任社外取締役が誕生したのである。このため、独立社外取締役の役割・機能・責任に対する理解が足りていない状況が生じていると推察される。

かかる状況の中で、取締役会が実質を備えるためには、独立社外取締役の選任、モニタリングボードに合わせたマネジメントプロセスの導入、取締役会での議論の充実の 3 点が必要である。

### ・独立社外取締役の選任

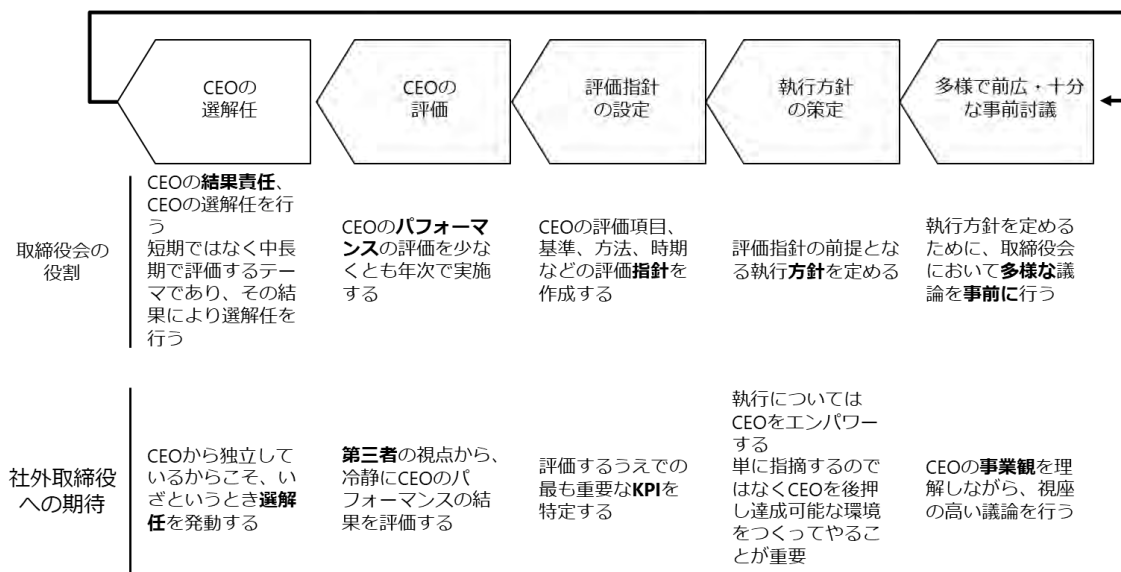
この点については、以下の 2 点に留意するべきである。

- ㊦ 監督が主な仕事であるならば、経営に携った人でその役割を正しく認識している人ならばあらゆる属性の人が一定のトレーニングを受ければ独立社外取締役になり得ると思われる
- ㊧ どのような人を選ぶかについては、初期においては CEO の知り合いを選ぶのはやむを得ない面もあるが別途指名委員会を設置し、取締役会の本来の機能と独立性を充分考慮し、選択すべきであろう。

### ・モニタリングボードに合わせたマネジメントプロセスの導入

形式的に独立社外取締役が導入されたとしても、マネジメントプロセスが従前どおりであると、結局モニタリングボードとして機能できない。基本的なプロセスは以下のとおり図解したので参考にされたい。





・取締役会での議論の充実 – 独立社外取締役の果たすべき具体的行動

本ガイドラインレポートの別紙では、**独立社外取締役が果たすべき役割のコアな部分に焦点を当て、独立社外取締役が最低限やらなければならない事を示したつもりである。これにより少しでも独立社外取締役の行動への理解が深まれば幸いである。**

以上

日本取締役協会

独立取締役委員会

委員長： みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神 康議

副委員長： 株式会社経営共創基盤 ディレクター 弁護士 澤 陽男

アドバイザー： みさき投資株式会社 榎野 尚

本指針のとりまとめにあたって、ご協力を得ました。

株式会社 企業統治機構 代表取締役社長 佃 秀昭氏

株式会社 経営共創基盤 代表取締役 CEO 富山 和彦氏

本件に関する問い合わせ 日本取締役協会 電話 03-5425-2861

## 別紙(参考)

### 独立取締役委員会の問題意識

上述の通り、指名委員会の導入など優れたベストプラクティス（仕組み）の研究・浸透も大事だが、いまは独立社外取締役個人の質の分布の「底上げ」が喫緊の課題である。他方で、経営陣サイドからは独立社外取締役に対して、「自らの経験談を長々と語られる」、「重箱の隅をつつくような議論しかしてくれない」、「細かな執行マターまで口を出したがる」という嘆きも聞こえてくる。

したがって、本レポートにおいては、①独立社外取締役初級者のガイドラインになるようなアウトプット、②（あまり欲張らず）独立社外取締役としてのコア部分（企業価値を大きく左右する重要議案）に絞ったテーマ設定、を目指す。

また、取締役会の第一義的ミッションであり、ガバナンス改革の核心に存在する「企業価値の向上」において、独立社外取締役が果たすべき「機能」のみに焦点を当てる。裏返して言えば、資質やスキルセット等、期待・要求が膨れがちな点にはあえて触れないこととする。

### コンセプト

本ガイドラインレポートのコンセプトは、「取締役会議論の傾向と対策」（初級者編）である。

テーマとしては、**企業価値に直接的に大きなインパクトを及ぼす取締役会事案**に絞り、そのような事案が取締役会に上程されたときに、初級独立社外取締役でも企業価値に関わる適切な規律付け機能を果たすことができるような「参考書」をつくるのが目的である。

### 「取締役会の議題」

1. 中期経営計画等の経営計画
2. 大規模なM&A
3. 撤退を含む事業ポートフォリオの再構築
4. 大規模な投資（設備投資、研究開発投資、IT投資等）
5. 資本政策・BS最適化・株主還元
6. 意思決定プロセス／ガバナンス機構の設計

### 「傾向と対策」図の見方

「傾向と対策」としては、①社内中心の議論だと陥りがちな「傾向」を把握したうえで、②独立社外取締役として期待される姿勢・発言の内容を記載する。特に、②の独立社外取締役に期待される姿勢・発言については、監督・経営・執行のそれぞれの視座に応じて内容を検討している。

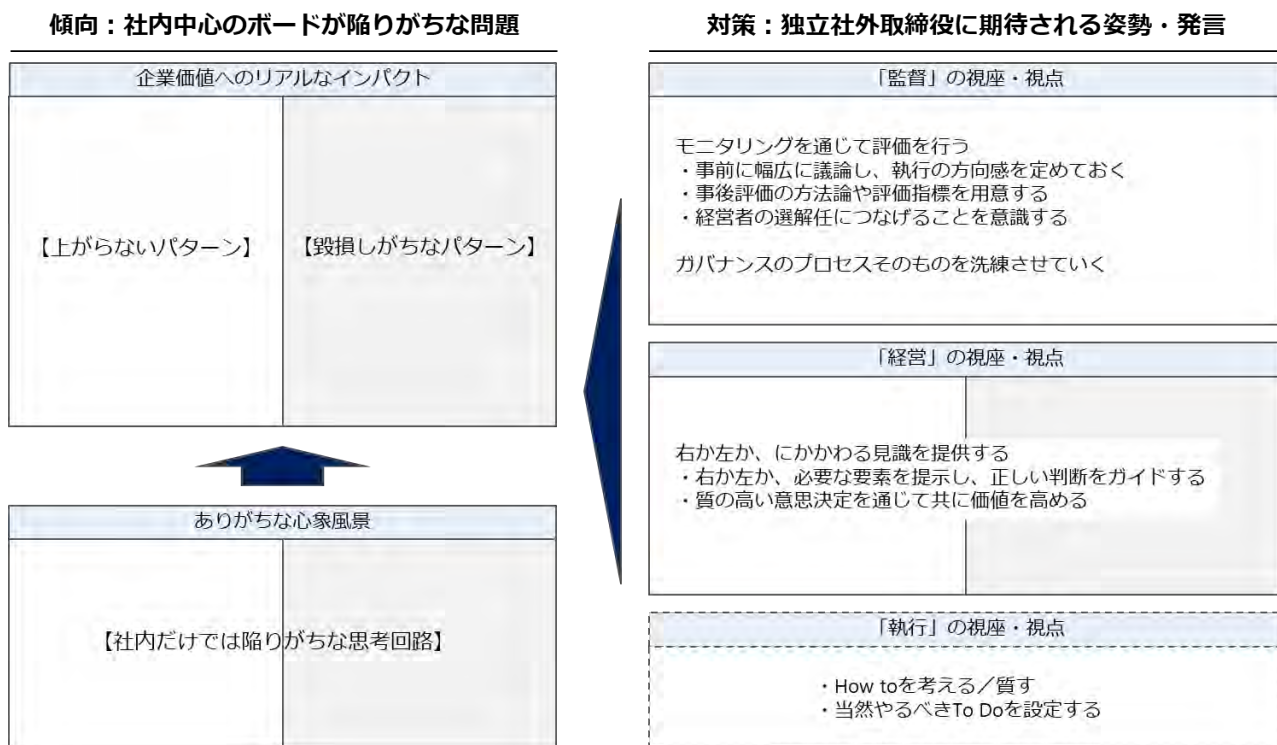
共通項としては、監督レイヤーでは、上述のマネジメントプロセスとセットで、事前の幅広い議論や事後評価方法などのプロセスの導入が重要である。そして最終的には監督の実効性を担保するためにも経営者の選解任につながるのが肝となる。

経営レイヤーとは、右か左かを定めるもののことを指す。最終的に決めるのは執行側であるが、取締役会では経営マターを十分に議論するべきである。今の典型的な日本企業のマネジメントボードでは執行面での議論が重視される一方で

経営マターの議論が薄いため、ここを取締役会で議論することも重要である。独立社外取締役としては、その見識を活かして、質の高い意思決定ができるよう必要な要素を提示していくことが求められる。

最後に、執行レイヤーであるが、後述の通り、監督者たる独立社外取締役は原則として関与すべきでない。

図：「傾向と対策」図の見方



### 独立社外取締役の行動に関する原則

また、各テーマに共通して、独立社外取締役の基本姿勢・行動指針として押さえておく点は次のとおりである。個別のテーマの「傾向と対策」には、次の独立社外取締役の基本姿勢が底流にあるため、新しいテーマに対して向き合うときなどに参考にされたい。

#### 1. 「独立」した第三者としての視点を活かす

日本企業の文化は、「空気を読む」と言われるように、非常にハイコンテクストであり、社内の調和が優先される。結果として、事業撤退やポートフォリオの入れ替えなどの白黒を鮮烈につける「あれかこれか」の意思決定がしづらく、結果として競争力を失っていくことも多い。社内の常識が社外の非常識であることもしばしば起こっている。

独立社外取締役は、このように**コンセンサスペースで意思決定される日本企業・空気が支配する日本企業において、「あえて空気を読まない」で、外部の論理を持ち込むこと**が期待されている。すなわち、資本市場、競争市場、労働市場、社会常識などの一般株主の目線で素朴に疑問だと思ふことを投げかけていくことが独立社外取締役の一つの責務である。

## 2. 多くの日本企業の課題はリスクを取らないことにある

ガバナンスには、「守り」と「攻め」の両側面が存在する。「守りのガバナンス」とは、不祥事防止などのダウンサイドリスクを回避するものであり、他方で「攻めのガバナンス」とは的確なリスクテイクを行い、アップサイドチャンスを持続的に収益化していくことである。

失われた20年と言われるように、日本企業が長期に亘りグローバル企業との競争に敗戦し、企業価値を喪失してきた背景には、詰まるところ経営陣が適切なリスクを取らなかったことが起因している。

コーポレート・ガバナンス・コードにおいて、「**攻めのガバナンス**」が強調されるのはこの所以である。**独立社外取締役は、リスクをとらない・とれない経営者の背中を後押しして、リスクテイクができる環境（意思決定機関やプロセスなど）を整備すべき**である。裏返していれば、独立社外取締役が過度にリスク回避的な行動をとってしまうと経営陣にもリスク回避行動が伝播してしまい、リスクテイクができない元の木阿弥となってしまうので、注意が必要である。

## 3. ステークホルダーのエージェントとしての独立社外取締役

株式会社においては「所有と経営の分離」の結果、経営者のモラルハザードが起こり株主の利益が損なわれかねない構造上のリスクが存在する。したがって、独立社外取締役は、株主のエージェントとして経営者の暴走を止める立場にあるといえる。この点からすれば、独立社外取締役としては、株主視点から経営者をモニタリングすることが求められる。例えば、資本コストを超えた投資がなされていないかなどである。

もっとも、留意しなければならないのは、独立社外取締役は株主のみならず、その他のステークホルダーに対しても責任を負うべであり、株主至上主義に陥ってはならない。すなわち、株主が会社の所有者であるから、会社の現預金を全て吐き出して株主に還元しろ、というのはあまりに短期的株主の論理によりすぎた結論である。

短期的には、株主・従業員・顧客・地域社会などのステークホルダーの利害は対立する。典型的には、従業員に対する労働分配率を高めれば、株主に帰属する分配可能利益は小さくなる。しかし、中長期的な企業価値を判断軸とすれば、各ステークホルダーの利害は一致するはずである。その意味で、**独立社外取締役は、短期的な株主利益視点ではなく、中長期的な企業価値向上の視点を持ち、株主をはじめとするステークホルダーと経営陣との間に存在すべき良き緊張感を取締役会に持ち込むこと**を意識するべきである。

また、独立社外取締役は、中でも株主の視点は最も意識的に代表するべきである。なぜならば、株主は、会社法の構造から明らかなおと顧客・従業員と比べて劣後的な立場にあるからである。特に、親子上場の企業や安定取引先株主のいる企業においては、親会社や安定取引先株主の意向が強く働き、少数株主の利益が害される恐れが高まる。

## 4. 独立社外取締役はあくまでも監督者であり、事前介入は最小限に

監査役会設置会社においては執行マターも取締役会で議論されることがあるものの、独立社外取締役の主な役割は、監督・モニタリング、すなわち①経営者の成績評価②経営者の選解任（＝後継者の選任）に主眼が置かれるべきである。裏返して言えば、**過度に経営執行マターに対して事前介入すべきではない。**

なぜなら、モニタリング側の独立社外取締役が過度に執行マターに関与すれば、結局自分自身の執行上の意思決定を監督しなければならないことになり、利益相反のおそれがあるからである。

## 5. 受動的な立場から能動的に関わりガバナンス体制を構築する

独立社外取締役は、執行側が設定したアジェンダに対して答えるだけ、執行側に意見を求められたときにだけ発言するだけでは足りない。企業価値の守護者として能動的な関与が求められる。

この点、取締役会の実態では「重要」でない議案が諮られることが横行している。他方で、企業価値を大きく左右する「重要」議案が取締役会で議論されない現状もある。例えば、経営の大戦略は最上位に位置づけられ、議論されてしかるべきであるが、これが十分議論されていない例も散見される。

このような会社の独立社外取締役は、取締役会のアジェンダを「重要な」ものに絞るよう、また重要なものを十分に議論するべきであると要望するべきである。現在、ガバナンスコードにより、取締役会の実効性評価が求められることとなり、毎年取締役会の評価アンケートを記入することになった会社も増えてきているが、例えばそのアンケートでこのような回答を行うことが考えられる。

更に独立社外取締役としては、どのようなプロセスで意思決定されるべきか、といったことにまでも口を出すべきである。その際には、①適正意思決定組織・委員会の設定、②適正評価基準の設定、③適正プロセスの設計を提案していくべきである。例えば、「中計策定委員会」「投資委員会（M&A、大型投資、事業 PF の整理などの資源傾斜配分）」「資本政策委員会」など、それぞれスキルを持った少人数で検討する組織を設計することも一案である。このように独立社外取締役の役割は、統治形態の変更にも及ぶものであり、独立社外取締役としては、このようなアジェンダも積極的に提案していくべきである。

### 取締役会議論の傾向と対策（PPT 参照）

上記のような議論を踏まえ、日本取締役協会・独立取締役委員会として、下記 6 つの企業価値直結型重要議案に関する「独立社外取締役のための取締役会の傾向と対策」を示す。

これを参考として、わが国で急激に増加した独立社外取締役が現実の取締役会の場において適切な発言・指摘・質問を行い、それによって社内論理や執行に偏りがちであった日本企業の意思決定のあり方が変容すること、よってもってガバナンス改革が形式から実質へと移行していくことの嚆矢となれば幸いである。



## 1. 中期経営計画等の経営計画

傾向：社内中心のボードが陥りがちな問題

企業価値へのリアルなインパクト	
【上がらないパターン】	【毀損しがちなパターン】
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業価値向上に向けたチャレンジが実施されない（任期中そつなく）</li> <li>● 各事業部門が提出した計画をつなぎ合わせただけで、企業価値向上への注力点が分からない</li> <li>● 計画は緻密だが、実行が伴わない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 高すぎる数値目標を掲げた結果、無理に達成しようとして無謀な挑戦の結果、減損</li> <li>● 自社のコアコンピタンスとかけ離れたところでの勝負を挑み後に減損</li> <li>● 売上、利益、ROE全てで優等生を目指す結果、どれも中途半端</li> </ul>



ありがちな心象風景	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 任期中に大きな失敗をしたくない、変革に伴う反発に耐えられない、他社との横並びが安心</li> <li>● 経営者としての事業観に乏しく、成長戦略を描けない</li> <li>● 敢えて前例を覆したくない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 自分の経営能力を過信し、大きな勝負を好む</li> <li>● 様々なステークホルダーの様々な要求に全て応じたい、優秀な経営者と思われたい</li> </ul>

対策：独立社外取締役に期待される姿勢・発言

「監督」の視座・視点	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 前広に会社の大方針や事業観について議論しておく                     <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 20年後を考えた場合、この計画でよいか？</li> <li>➢ 経営理念や基本ドメインから導出される基本戦略は何か？</li> </ul> </li> <li>● 事前に中計策定・評価のプロセスを定めておく                     <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 多様な議論を十分に行えるプロセスとなっているか？</li> <li>➢ 事業特性・ステージから、最も重要な評価基準は何か？この中計期間中、経営陣は何にコミットするのか？</li> </ul> </li> <li>● 結果を踏まえて、中計との乖離を事後的にモニタリングするもし未達であれば改善方法は                     <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 結果指標と報酬はどのように結び付けられているか？</li> <li>➢ 中計の見直しをどのタイミングで実施するのか？</li> </ul> </li> </ul>	

「経営」の視座・視点	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 総花的にするのではなく、もっと傾斜資源配分したほうがいいのではないか？</li> <li>● 既存事業の深化と新規事業の探索の計画はあるか？</li> <li>● ベンチマーク型中計のエッセンスを取り入れて計画立案と実行のバランスをとれないか？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大胆さと慎重さのバランスはとれているか？</li> <li>● この会社のコアコンピタンスと新規事業の関係は何か？</li> </ul>

「執行」の視座・視点	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● この中期計画はどのようなプロセスで策定され、その実行上のキーパーソンは誰か？</li> </ul>	

## 2. 大規模な M&A

傾向：社内中心のボードが陥りがちな問題

企業価値へのリアルなインパクト	
【上がらないパターン】	【毀損しがちなパターン】
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 10年後、20年後を見据えた経営判断ができない</li> <li>● 枯れゆく事業立地と心中してしまう</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 適切な価格を超えた買収価格を出し減損</li> <li>● PMI能力がないまま買収してしまい減損</li> <li>● 自らのコンピタンスを超えた買収のため、シナジーを実現できない</li> </ul>



ありがちな心象風景	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大胆な意思決定に対して保守的になりがち</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 経営者としての名誉欲やアドレナリンが出やすい</li> <li>● 「粹ありき」「買うことありき」で進めてしまう</li> <li>● コンペになったり、M&amp;Aアドバイザーにせつつかれ、十分な検討なしに決断を迫られる</li> </ul>

対策：社外取締役に期待される姿勢・発言

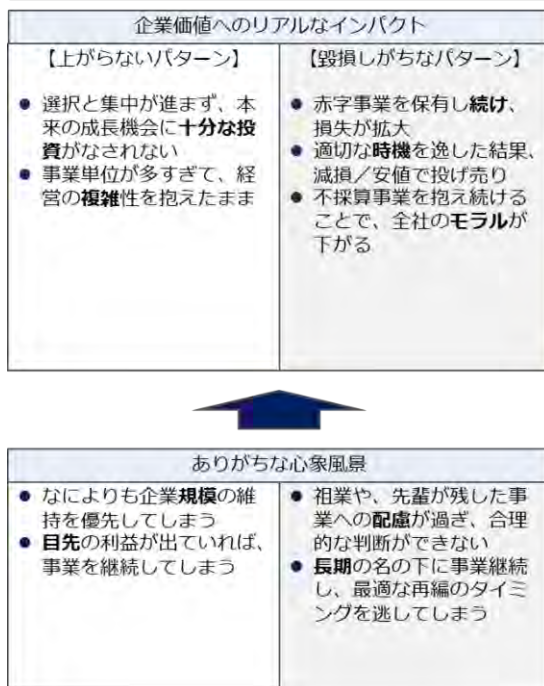
「監督」の視座・視点	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 秘匿性が高く、スピードが求められるというテーマ特性に鑑み、                     <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 日頃から骨太な「事業観」を十分に議論しておく</li> <li>➢ 検討組織体制・プロセス・基準を事前に定めておく                             <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 多数合議制には向きづらい</li> </ul> </li> <li>➢ 事後的な評価指標とクローバックの報酬制度を導入しておく                             <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 成否は時間が経ってからでないかと判定しづらい</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>● 一般に日本企業ではM&amp;Aに関わる知見が深まっていないことに鑑み、集中検討専門組織の設定を促す</li> </ul>	

「経営」の視座・視点	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 場当たりの買収や先送りにならないために、今後の全体M&amp;A戦略をどう考えているか？中計で議論しておこう</li> <li>● いま果敢な決断をしなかったとしたら、20年後に当社や競合の状態は当社がどのような姿になっていそうか？「不作為の罪」にならないか</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 対象企業の「価値」と「価格」は見合っているか？この買収によって、後輩経営者に禍根を残すことはないか</li> <li>● 対象事業は、当社の経営理念や事業ドメインの中に正しく位置付けられるか？</li> </ul>

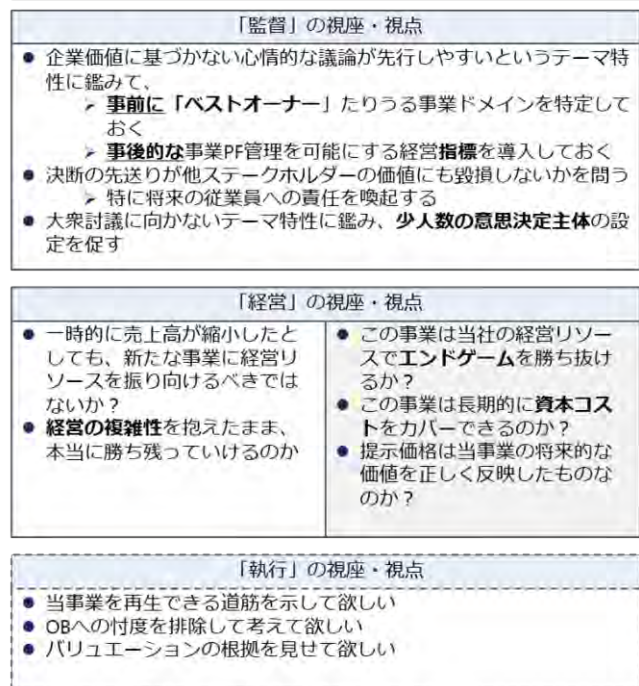
「執行」の視座・視点	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 常日頃から業界他社を分析し、“Wish List”を持っておこう</li> <li>● PMIは、誰が責任を持って、どう進めていくのか？</li> <li>● 買収企業をどのような指標・手法でガバナンスしていくのか？</li> </ul>	

### 3. 撤退を含む事業ポートフォリオの再構築

傾向：社内中心のボードが陥りがちな問題

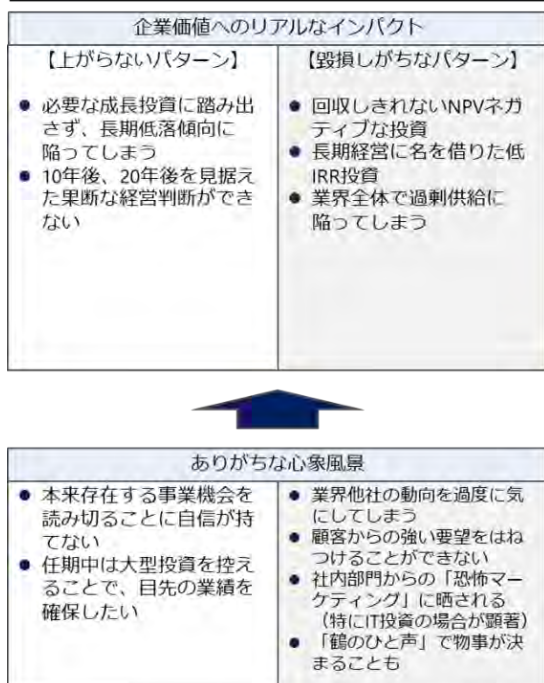


対策：独立社外取締役に期待される姿勢・発言

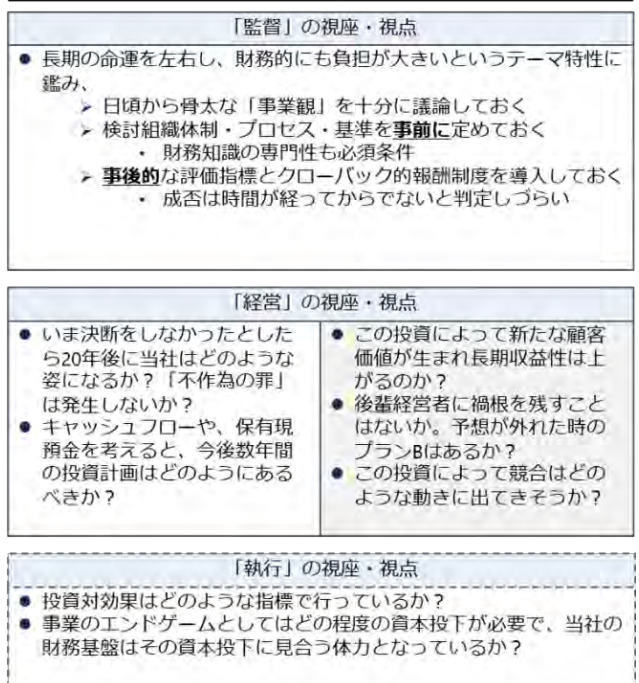


### 4. 大規模な投資（設備投資、研究開発投資、IT投資等）

傾向：社内中心のボードが陥りがちな問題



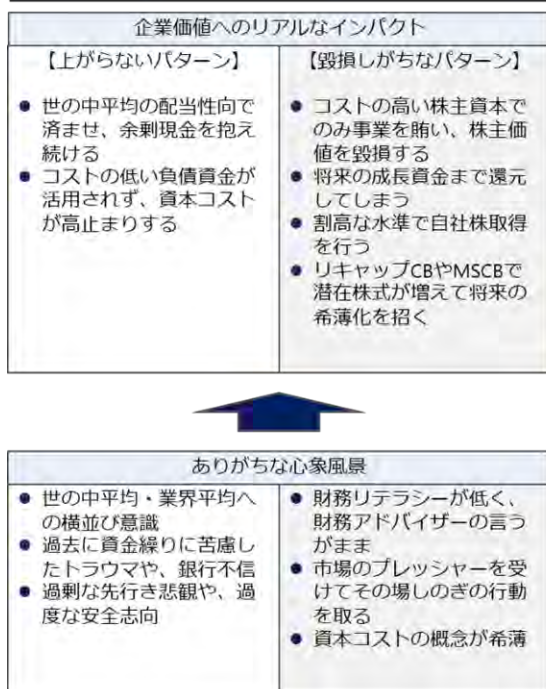
対策：独立社外取締役に期待される姿勢・発言



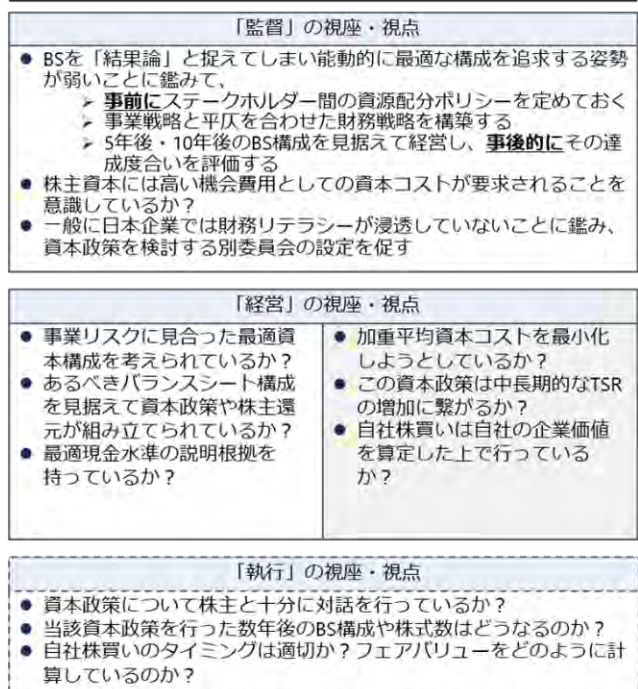


### 5. 資本政策・BS最適化・株主還元

傾向：社内中心のボードが陥りがちな問題

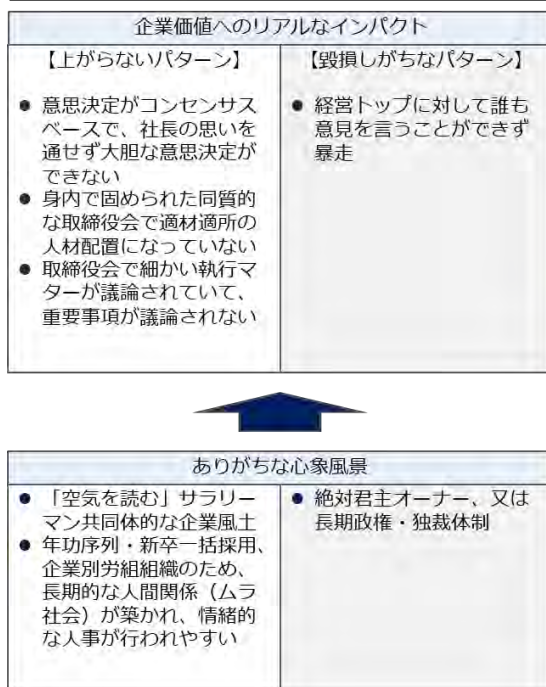


対策：独立社外取締役に期待される姿勢・発言



### 6. 意思決定プロセス／ガバナンス機構の設計

傾向：社内中心のボードが陥りがちな問題



対策：社外取締役に期待される姿勢・発言

