

## 独立社外取締役の行動ガイドラインレポート 2

### ～「稼ぐ力」の再興に向けて

2020年6月10日

日本取締役協会 独立取締役委員会

#### 第1部：前提認識の整理

##### 1 はじめに

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は急速に進められてきた。ついには会社法でも社外取締役の選任が義務付けられるに至った。

一方「攻めのガバナンス」が叫ばれてきた背景である資本生産性の改善はほとんど進展しておらず、結果として企業価値の向上も遅々として進んでいない。この本質的課題を克服するためには、企業価値の上下を決定づけている意思決定システム（＝いまや複数の社外取締役を擁するに至った取締役会における意思決定のあり方）そのものの刷新が必要だと考えられる。

そこで本ガイドラインレポートでは、日本企業の意思決定システムをより洗練させるために、コーポレート・ガバナンスの根幹を担う取締役会の役割について第1部で前提認識を整理するとともに、第2部でガバナンスの主役である独立取締役は如何に行動すべきかについての具体的指針を示すことにチャレンジしたい。

##### 2 あらためて、いま、なぜガバナンス改革なのか

###### 2.1 日本企業の資本生産性の水準と企業価値

2012年末のアベノミクスから早7年が経過し、ROEをはじめとする資本生産性への意識は高まってきた。しかし現実には未だその水準は驚くほど低く、グローバル資金獲得競争に大きく劣後している。ここで今一度、日本の株式市場が置かれている状況を確認しておきたい。

###### ● 株価低迷の真因は、日本企業の低資本生産性にある

長らく低迷が続いた日本の株式市場は2012年から上昇してきたが、世界各国市場からは大きく劣後しており、実際の株価も未だ1999年の株価と同水準にある。

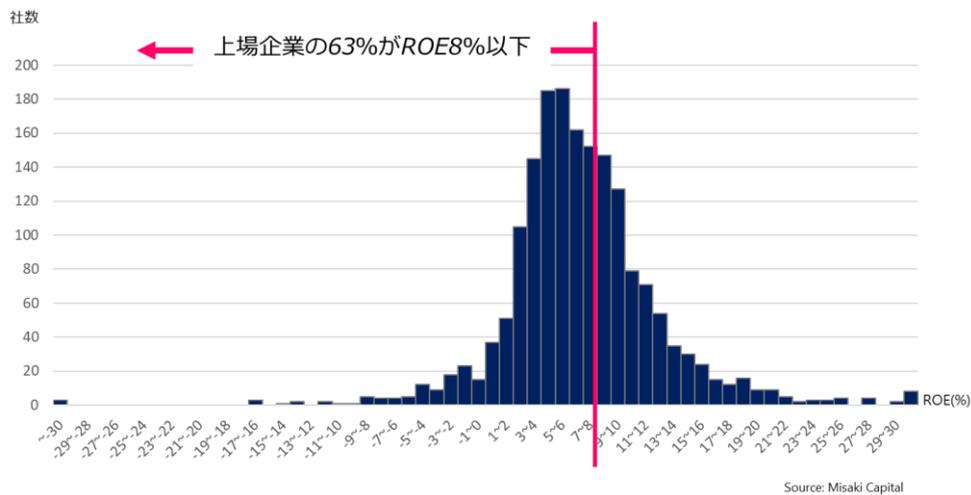
【世界の主要株価指数の推移（現地通貨ベース）】



株価が長期低迷している本質的な理由は、企業の資本生産性が株主が求める資本コストを長きにわたって上回れていないことにある。代表的な資本生産性指標である ROE を分布図に取ると、アベノミクス前の 10 年では実に 4 分の 3 以上の上場企業の資本生産性が、一般的な株主資本コストとされる 8%に届いていなかったのだ。

**アベノミクスが始まって以降状況は改善したものの、最新の 10 年でみても依然として上場企業の 63%の資本生産性が 8%を下回っていることが見て取れる。**

【資本生産性（過去10年平均）の分布状況】



日本企業は（年金資金を始めとした）リスク負担と引き換えにリターンを求める資金を調達していながら、報いることができなくなかったという冷徹な事実がここにある。これは日本企業総体として、長らく「株主価値破壊」を続けてきたということの意味している。この価値破壊構造が存続する限り、日本の株式市場は今後も長期低迷していくことが高い確率で予見される。

● 低資本生産性の核心は稼ぐ力、なかでもリスクテイク力にある

なぜ、これほどまで日本の資本生産性は低いのか。分析を進めていくと日本企業の ROE 水準は米国・欧州企業の約半分しかないことが理解できる一方で、その主たる理由は資産回転率や財務レバレッジの差にはないこともわかる。

デュボン分解という資本生産性分解の恒等式により明らかになることは、事業マージンの差、すなわち本業における「稼ぐ力」差にこそ決定的な差があることが即時に理解できるのだ。これが今般のガバナンス改革は「攻めのガバナンス」であり、必要なことは「稼ぐ力を取り戻す」ことだと繰り返し叫ばれるゆえんである。

**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。**

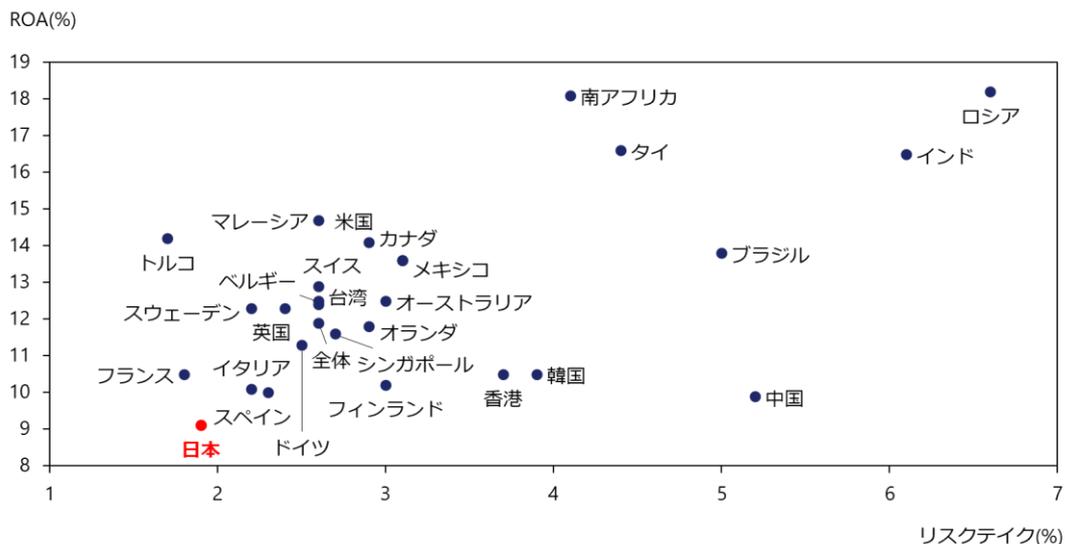
【 Breakdown of ROE】

		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

では日本企業の「稼ぐ力」はなぜこれほど低いのか。研究をさらに集めていくと問題の核心に迫っていくことができる。その核心とは、日本企業は①世界各国企業と比べてそもそもリスクテイク水準が極めて低い、そして②取ったリスクに見合うリターンも挙げられていない、という学術成果である。（リスクテイクは個別企業 ROA の産業中央値からの差分について標準偏差で表現されている。詳しくはオリジナルの論文に拠るべきだが、簡単に言えば、業界他社と違う投資行動、例えば大規模設備投資を行えば、アセットを積み増した結果一時的には業界平均より ROA は下がるし、その後投資が成功してリターンが上がれば業界平均より高い ROA を示すことになる。いずれにしても、業界中央力の差分にボラティリティが発生する。）

【各国企業のリスクテイクとリターン】



注：ROAは2006-2012年度の7年間の中央値。リスクテイクは個別企業ROAの産業中央値からの差分について標準偏差を算出。出所：宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』第12章を元に、みさき投資作成

取ったリスクに見合うリターンを得られていないことも問題だが、そもそもリスクを十分取ってすらいけないということはより大きな問題だ。リスクを取らずしてリターンが生まれるほど現代の事業環境は甘くない。**「稼ぐ力の再興」とは、煎じ詰めていけば「リスクテイク力の再興」に他ならないのだ。**

不確実な状況の中でもリスクを厭わない大胆な経営判断、そしてとったリスクを高い確率でリターンに結び付けていくシステムを日本企業の経営行動に埋め込めるか否か、が「稼ぐ力の再興」の成否を決する分岐点となろう。

#### ● リスクテイク力を上げる＝“ハイクオリティな意思決定システム”をつくる

リスクは誰にとっても怖いものである。下手をすれば会社を危機に晒すことになりかねない。頭では取らねばならないと思っても、二の足を踏む、先延ばししたくなる。一方では目をつぶって取ってしまいたくなる。人間の弱い本性が顕わになる局面だ。だからこそ、これをいかに巧く行うのかという**「ハイクオリティな意思決定システム」**が必要となる。

株式会社システムにおいては特に、戦略上の重要な判断をフォーマルな形で下す取締役会のクオリティが決定的に重要であろう。今現在、日本企業のリスクテイク力が弱いとすれば、それはとりもなおさず取締役会の「なにか」が変調をきたしている、あるいは諸外国のシステムより劣後している、ということに他ならない。

以下では日本企業の取締役会のなにかが問題で、なにを変えていくべきかを考えていくこととするが、その前に依然として日本の企業社会に浸透しているとはいいい難いガバナンス上の重要な概念を整理し、変革のための前提認識を形作っていきたい。

### 3 ガバナンスに関わる基本的な概念の整理

#### 3.1 ガバナンスが求められる本質的背景

- 意思決定におけるガバナンス…監督機能の分離・確立は株式会社制度に伴う必然

わが国ではガバナンスという言葉自体、比較的新しいものとして認識されている。しかし本来、ガバナンスとは株式会社というシステムと表裏一体であり同義語とも言っている制度である。

株式会社というシステムは「所有」と「経営」が分離されるシステムであり、その発展段階を通じてますますその分離が図られていく。企業が成長・発展するためには、成長の基盤となる資本投下が必要になる。大きな成長を遂げたければ多くの人々から資本を募らなければならない。当初はオーナー企業としてスタートした企業も、徐々にさまざまな株主からの資本を得ながら発展していく。そしてオーナーも年を経るにつれ経営を承継していく。こうした発展経路の中で経営は株式所有者から専門経営者に任されていき、経営者は所有者から日々の干渉を受けることなく経営に専念できる。これが株式会社システムであり、通常、このシステムは有効に作用する。

しかしながら、いわゆるエージェンシー問題が発生するケースでは、株主の利益を最大化するよりも、経営者が自らの地位の安定を優先してしまう事態も起こりうる。最悪のケースでは経営者が不正に手を染めて会社に大きな損害を与えてしまうこともあろう。ガバナンスとは「所有と経営の分離」に伴って発生する構造的課題に事前に歯止めをかけるために、歴史的かつ地理的に広く発展・普及し、風雪に耐えてきたシステムなのである。

- 会社の発展によって、ガバナンスの力点は変わっていく

ここでもうひとつ整理しておきたいことは、**「所有と経営の分離度合い」によってガバナンスの力点は大きく異なっていくという点である。**

株式会社では、所有と経営の分離は必然的に進んでいく。分離度合いに着目して企業を分類してみると、第1類型は大株主が自ら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ものの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となる。この分類は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・共和制に似た性質を持つ。

	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

第1類型においては独裁的なオーナー社長が絶対権力を有するため、トップダウンによる素早い意思決定が期待できる一方、「絶対権力は絶対に腐敗する」リスクが常につきまとう。実際、長く君臨したオーナー経営者が暴走したり、晩節を汚したりする例は枚挙にいとまがない。この類型におけるガバナンスの力点は、強力な経営者の監視と暴走抑止に置かれることとなる。

第2類型においては、立憲君主的に大株主と経営陣が相互に経営機能を分担しう一方、悪いケースでは強い緊張関係や利害対立を生む。最近の例では住設メーカーにおける不透明な社長解任やその後の復帰事例は記憶に新しく、別の企業では親会社からの上場子会社社長・全社外取締役の解任事例も見られた。このような緊張関係を孕む企業類型では、株主と経営陣双方の利害調整を図ること、そして少数株主利益保護の観点から適正な相互牽制をはかることがガバナンス上の力点となる。

● **リスクテイク問題は、特に第3類型で発生しやすい**

第3類型においては多くの資本を集めることができる一方で、株主が分散し所有責任が曖昧になる。経営に対する監視も弱まりやすい。また、多くの資本を集めるこの段階まで発展した企業は通常、ある程度の社歴と社格を備えた大組織となっており、上下関係や昇進昇格ルートも確立し、同質多人数の社員で構成されていることが多い。

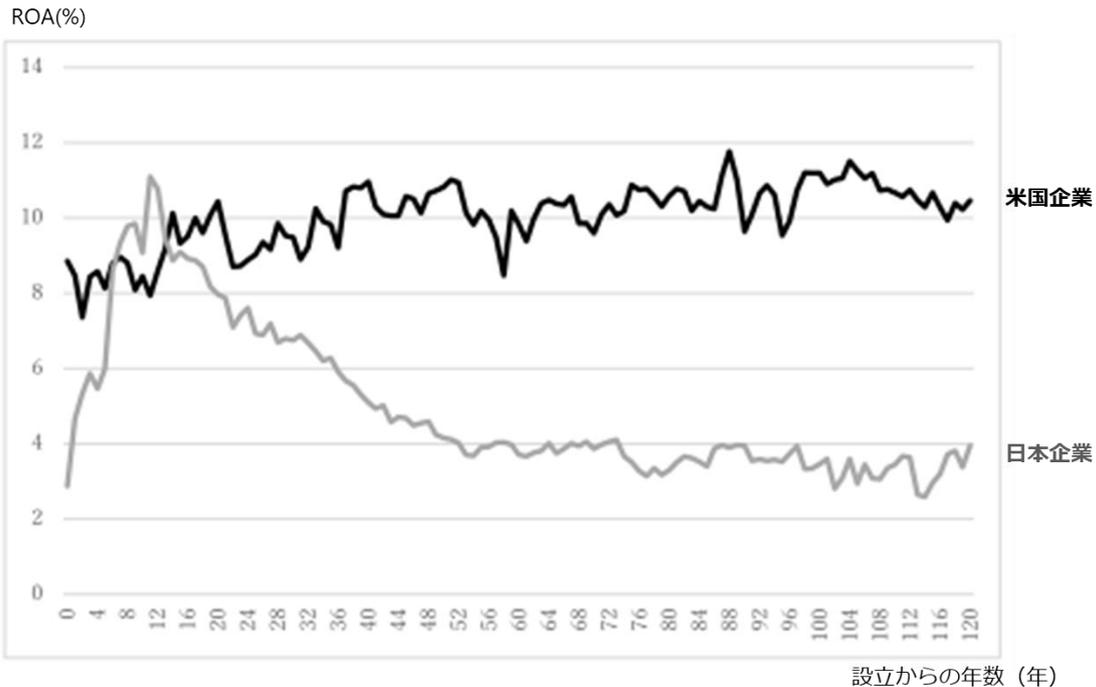
いわゆる「サラリーマン共和制」的な姿だ。社内では物事が民主的に決まりやすいという利点はあるものの、社内融和が優先されたり、権力分散構造が生じ指揮命令系統が弱まったりすることも多い。社内責任も不明瞭になりがちで不作為の罪や忖度も発生し、断固とした意思決定は失われがちだ。いわゆる大企業病が発生しやすい段階であり、場合によっては保守主義・前例主義が蔓延る危険性がある。

**リスクテイク力の弱体化が起きやすい段階が、まさにここにある。戦後75年が経つ現在の日本では、この第3類型に属する企業数が最も多い。この事実と日本企業の「稼ぐ力」問題、低資本生産性問題は密接に結びついている、と当委員会は考えている。**

実際、日米企業における起業後からの収益性推移を調査分析した学術研究を見てみると、日本企業の収益性は設立15年ごろにピークを迎えた後、急激な下降曲線を描く。設立後50年を迎えたあた

りからは、資本コストを下回る資本生産性水準に落ち込んだままの状態が続いていく。一方で米国企業は設立から 100 年を経ても高位安定、むしろ改善傾向の資本生産性を示しており、日本企業とは好対照をなしている。（このグラフを見ると、日本では「企業 30 年説」がまことしやかに喧伝されるが、海外ではそのような話は聞いたことがないことに得心が行く）

【日米企業の加齢と ROA の推移】



出所：Yamaguchi et al., 2018, “Staying Young at Heart or Wisdom Age: Longitudinal Analysis of Age and Performance in US and Japanese Firms”

日本企業はよく長期的視点に立った経営をしていると主張されるが、本当に長期的な経営を行っているなら、加齢とともに収益性が上がってしかるべきではないか。

日本企業は、長期的経営の名のもとに単に重大な意思決定を先延ばしてきた、あるいは「クオリティの高い意思決定」を連鎖させていくメカニズムが内在化できていない、という認識を持つべきではないだろうか。

#### 4 当委員会の観察…高パフォーマンス企業に見られるガバナンスのあるべき姿

- 第3 類型問題の解決…「あるべき姿」にはほぼ答えが出ている

第3 類型企業が多いこと自体は、特段日本に固有の事象ではない。欧米でもこの発展段階を迎えて

いる企業が大半である。一方でリスクテイク力の弱体化問題については、すでにその解答も出つつあるようだ。

本レポートを作成するにあたって、当委員会では持続的に高パフォーマンスを叩き出している国内外企業の研究と経営者・取締役・有識者に対するヒアリングを重ねてきた。その結果、VUCAと呼ばれる不確実性の高い時代に巧みなリスクテイクでリターンを上げていくための「あるべき姿」は、以下のような形ではないかという仮説的結論に達している。

### ● CEO に裁量と権限を集中させる

不確実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。そんな中でリスクテイクを行っていくことは容易ではない。例えば稼げる事業立地が流転する中で、既存の事業に拘泥せずに果敢にポートフォリオの入れ替えを行っていくといった大胆な意思決定が求められる。そのような環境下、時間がかかる多人数合議で物事を決めていては、その時点で他社に後れを取ってしまう。（実際、前掲の加齢と収益性の日米企業の格差はこの事業ポートフォリオ入替のダイナミックさに追うところも大きいようだ）

**リスクテイクとはその性質上、多人数合議制とははなはだ相性が悪いのだ。可能な限り少人数のリーダー、特に CEO が裁量をもって決断する意思決定システムを具備していなければ、第 3 類型の企業にリスクテイクを期待することはできない。**

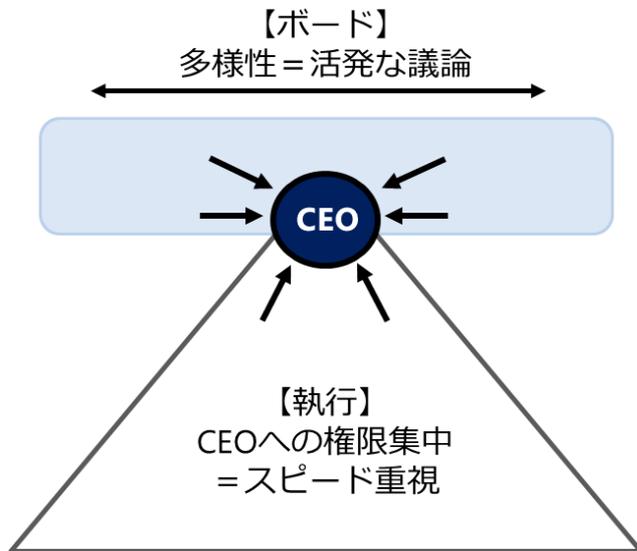
そもそも CEO は企業の“フルポテンシャルを引き出す”ことが責務である。その責務を全うするためには、圧倒的な裁量権をもって自らの経営チームを「組閣」することが不可欠だろう。

政治のアナロジーで言えば、アメリカの大統領は就任にあたって数多くの Political Appointee を指名することで選良としての責任を果たそうとするのであり、このロジックは日本の首班指名・組閣においてもまったく変わらない。内閣総辞職とは閣僚間の意見の不一致によって、もはや付託された責任が果たせないと考えられるときに発動される制度なのであり、これは企業経営においても通底されなければならない。

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は CEO の指揮命令に従うという取り決めが、リスクテイクには不可欠なのだ。

### ● 強大な CEO 権限には、それを巧みに制御するシステムが求められる

**強大な権限には当然、制御が必要だ。果敢なリスクテイクとは暴走と裏腹でもある。したがってこの「あるべき姿」には巧みな制御システムが内在化されている。具体的には取締役会におけるいくつかの工夫である。**



強大な CEO を擁する取締役会が具備すべき制御機能を挙げると、①「監督」と「執行」をまず明確に分離したうえで、②多様・活発な議論に基づいて、事前に大方針や監督指標を定め、③CEO が大方針に沿って強力に執行をリードできるようにエンパワーし、④自らは執行には口を挟まず、事後的な監督と評価に徹し、⑤低パフォーマンスが続く際には冷徹に CEO を交代させるという姿である。

これが独立社外取締役が導入された背景であり、ガバナンスの目的である。すなわちそれは、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。

## 5 日本企業のリスクテイク力再興

前述のような概念整理と取締役会の仮説的「あるべき姿」を踏まえた場合、日本企業のリスクテイク力を再興するためのポイントはどこにあるのか考えてみたい。

### ● CEO に裁量を与え指揮命令系統を強める

不確実性の高い経営環境の中で企業が敢然とリスクを取るには、英語でいう“Decisiveness”（勇気を奮ってものごとを決める姿勢）が不可欠だ。限られた情報の中で物事を決しなければならない局面が多発する環境では、多くの日本企業で慣習となってきた全員経営主義・多人数合議制はその良さを発揮できず、むしろ足かせになる局面が多い。社内政治や権力闘争などはもつてのほかだ。

「CEO に強大な権限を与える」という思想は、社内融和を優先し多人数合議制に親しんできた立場

からは強い違和感を覚えたり、そのような権限を託せる CEO 人材がいるかという現実的な課題が頭に浮かんだりするかもしれない。しかしながら、**ガバナンス改革の目的が低資本生産性の改革、特に第 3 類型企業に見られる弱体化したリスクテイクカの改革にあるとすれば、この CEO への裁量付与・指揮命令系統の明確化は避けて通ることはできない。**

● **意思決定に「分業システム」を持ち込む**

アダム・スミスの言を待つまでもなく、近代資本主義の原動力の一つは「Division of Labor（分業）」にあった。一つの成果産出を個々の人間が追求するのではなく、それぞれの比較優位に応じた分業を行うことで、より高い生産性でより高い成果を出することができるシステムである。

不確実な事業環境の中でリスクテイクを行いリターンの実確性を高めるという難題に立ち向かうためにも、CEO への権限付与に加えて、**分業というシステムを経営の意思決定に導入する**ことを考えてみよう。

● **経営意思決定における分業システムを整理・類型化してみると**

ここで、いくつかの取締役会の分業類型を整理してみることにしたい。

我が国の取締役会は長らく、経営上の正式な意思決定と業務執行の双方を一緒に担うマネジメントボードが標準形であった。会社法上は監査役会設置会社がマネジメントボードに相当する。

この類型では、そもそも「監督」という概念がその構造の中に存在していない。取締役会は社長の部下で構成され「執行」に関わる議論が多く、右に行くか左に行くかというジャッジメント（「経営」）は取締役会の場で多人数合議されるか、その前の経営会議や常務会といった非公式組織ですでに決定されている。社長自身は第三者からの監督に晒されることがない。こういう姿がわが国取締役会のスタンダードであった。意思決定において、もっとも分業が進んでいない形態である。

		マネジメント ボード	アドバイザリー 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

二つ目は、取締役会、なかでも社外取締役に業務執行上の「アドバイス」を期待するアドバイザリーボードである。社外取締役は導入されるものの「監督」を期待するというよりは、法律や会計といったプロフェッショナル、あるいは経営経験者からのアドバイスを期待する。「業界や業務に詳しい方に来ていただかなければ…」というコメントは、社外取締役にアドバイザリー機能を求めている企業に典型的にみられるコメントである。

ここでも経営の意思決定における分業という概念は導入されていない。アドバイザー機能自体は否定するものではないが、社外取締役が執行に関わってしまうことで「監督」という機能発揮を阻害する可能性があることは認識されなければならない。本来は監督者であるべき取締役が執行についてアドバイスすると、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ジレンマが存在するのである。

三つ目は、企業の意味決定に分業システムを持ち込み、「監督」「経営」「執行」という機能を分化するシステムである。取締役会は独立社外取締役が取締役会の中心的な存在となり「監督」機能に特化することで、監督と執行の分離が明確に実現される。取締役会の役割は執行に介入することではなく、「執行成果の評価」というモニタリングが主たるものとなる。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。

企業の成否を大きく左右するジャッジメント（「経営」）については、取締役会で事前に多様な意見を取り入れ広範に議論したうえで、CEO に強大な権限を付与し「執行」をリードさせる。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。

### ● 第3 類型企業ではモニタリングボードが適切

前述したとおり、第3 類型ではリスクを過度に嫌う大企業病や保守主義・前例主義が発生しやすい。上長や先輩への忖度や追従、さらには権力分散も発生しがちだ。これを抑え込むために CEO 権限を強化するわけだが、しからば、そのコインの裏側に強力な第三者からの「監督」機能を埋め込む必要が出てくる。

「監督」者は CEO の暴走を監視しつつもリスクテイクを促す一方で、CEO が付託された責任の重さを勘案し執行陣はスピーディーに動いているかといった点にまで目を光らせる。

**不確実な環境下で、第3 類型企業がクオリティ高くリスクテイクを行っていくためには、分業システムの導入が求められる。そして第3 類型企業では特にマネジメントボードやアドバイザリーボードではなく、モニタリングボードの導入が適切になってくるのだ。**

### ● 結果責任の明確化：評価と選解任

強大な権限を付与された CEO は、分業システムが導入された取締役会への報告と説明責任が課さ

れる。そしてその強大な権限にもかかわらず長期にわたって業績が不振を続けたり、企業本来のフルポテンシャルを発揮できなかつたりした場合には、当然、結果責任が問われなければならない。

逆の立場から見れば、取締役会は事前の経営大方針と監督指針を定めると同時に執行を事後評価し続け、CEO が長きにわたってその任を果たすことができない場合には解任し、新 CEO を選任することが分業システムにおける重大な役割となる。

● **第 1 部の最後に：さらなる分業化。指名委員会等設置会社制度のすすめ**

本レポートではここまで、法で定められた制度についてはあえて語ってこなかった。制度選択という「形式」にとらわれることなく、意思決定行動そのものを変えるという「実質」にフォーカスした議論をしたかったからだ。このスタンスは変えるつもりはないものの、第 1 部を終えるにあたって、「リスクテイク力の再興」という大命題を置いた際の制度選択について少し考えてみたい。

前述した通り、リスクテイクと多人数合議制は相性が悪い。したがって、「誰か（＝CEO）」の孤独かつ属人的な判断にゆだねるしか本質的な解決策はない。しかしここで問題となるのはその CEO の判断能力、あるいは判断の前提となるリスク洞察能力と個人としてのリスクプロファイルである。

リスク洞察力が低ければ、その CEO は簡単に会社を危機に晒すことになる。リスクプロファイルが保守的に過ぎれば、その CEO は会社のフルポテンシャルを引き出すことができない。ここに稼ぐ力再興の難しさがあり、そしてここにこそ指名委員会等設置会社という制度を導入する意味が出てくる。

**指名委員会等設置会社にはいうまでもなく、「指名委員会」「報酬委員会」「監査委員会」という 3 つの委員会を置くことが求められている。この 3 つの分業された委員会が実はリスクテイク力の再興という難題に、適切な回答を出す可能性がある。**

指名委員会は、企業のフルポテンシャルを引き出せそうな個人を社内外から広く募る。彼らのリスク洞察能力とリスクプロファイルを評価し、CEO として選任する。報酬委員会は、有為な人材を惹きつけるための報酬制度を用意する。そしてリスクテイクを促し、実際にリターンが上がった際には十分な報酬で報いる。監査委員会は、リスクテイクとは裏腹のコンプライアンスや暴走リスクに目を光らせる。

指名委員会等設置会社に求められる 3 つの委員会では、3 つの異なったミッションが「巧みなリスクテイク」というその一点において組み合わさっている。まさに「監督」レベルにおいても、高度な分業を模索している制度なのだ。

リスクテイク力の再興、そして企業のフルポテンシャル発揮という命題を置いた時、指名委員会等設置会社という制度の合理性が立ち上がってくると言えないだろうか。

## 6 第2部へのイントロダクション

以上、本レポート第1部では、日本の株式市場長期低迷の真因究明に始まり、日本企業のリスクテイク力の弱体化とその再興に焦点を当ててきた。リスクテイク力を再興するためにはCEOへの裁量付与の一方で、高度な分業システムを経営の意思決定に持ち込むことが重要であり、これなしには、各方面で叫ばれている「形式から実質へ」という掛け声もむなしく消えていく可能性が高い。

日本企業にはこれまでの「全員経営・全員野球」型の意思決定と決別し、個々人それぞれが異なった役割を果たしゴールを狙う「近代サッカー型」の意思決定を目指すことが求められているようだ。「任せ、任される」が、「うまくいかなければ首をとられる」形のパラダイムに転換していく必要があるといってもよいかもしれない。

日本企業の従来型行動からすると厳しいこのような前提認識をベースに、第2部の具体行動編に移っていきたい。

### 第2部：具体行動編

#### 1 はじめに

第1部で見てきた通り、日本企業のリスクテイク力を再興するためには取締役会はモニタリングボードへの移行が自然だ。制度的には可能な限り「指名委員会等設置会社」、せめて「監査等委員会設置会社」であるべきだ。もう一つの要件は、取締役会にクオリティの高い社外取締役が複数存在することだ。良き社外取締役が実在していなければ、高度な分業を叫んでみても絵に描いた餅となる。

そこで第2部ではこのような大方針を踏まえつつも、日本企業が置かれたリアリティにも目を配ったうえで、具体的な行動規範、特に分業を担う独立社外取締役が如何に行動すべきかというガイドラインを提示してみたい。

#### 2 日本企業が置かれたリアリティ

##### ● 日本企業の大半が監査役設置会社であり、現実はいまだ機能未分化

本来望ましい姿はモニタリングボードとクオリティの高い社外取締役の組み合わせだとしても、現実には上場企業の実に3/4の企業が「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。つまり、本来は「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現実なのである。本レポートの検討を進めていくうえでもこのリアリティに目を背けることはできない。

● **社外取締役の「量」は急増したものの…**

複数の独立社外取締役を導入する企業は一気に増えた。東証一部では93%もの企業がここ1-2年の間に複数独立社外取締役を導入している。単純換算で言えば、約2000社×2人=約4000人程度の新任独立社外取締役がにわかに誕生したことになる。

監督機能を担うべき独立社外取締役の「量」の拡大はもちろん望ましいことである。一方、「質」に関してはバラツキが増したことは事実であろう。中には、本来の役割・機能・責任に対する理解が足りていない独立社外取締役も増えていると推察される。実際、執行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」、「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。

**「量」がある程度増えた現時点では、その数をさらに増やすことよりも、独立社外取締役個々人の「底上げ」が喫近の課題であろう。**

**3 リアリティを踏まえた処方箋**

上記のような日本企業のリアリティを踏まえるならば、その処方箋は海外のベストプラクティスに倣ったハードルの高いものではなく、地に足をつけた現実的なものとすべきだろう。それ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。

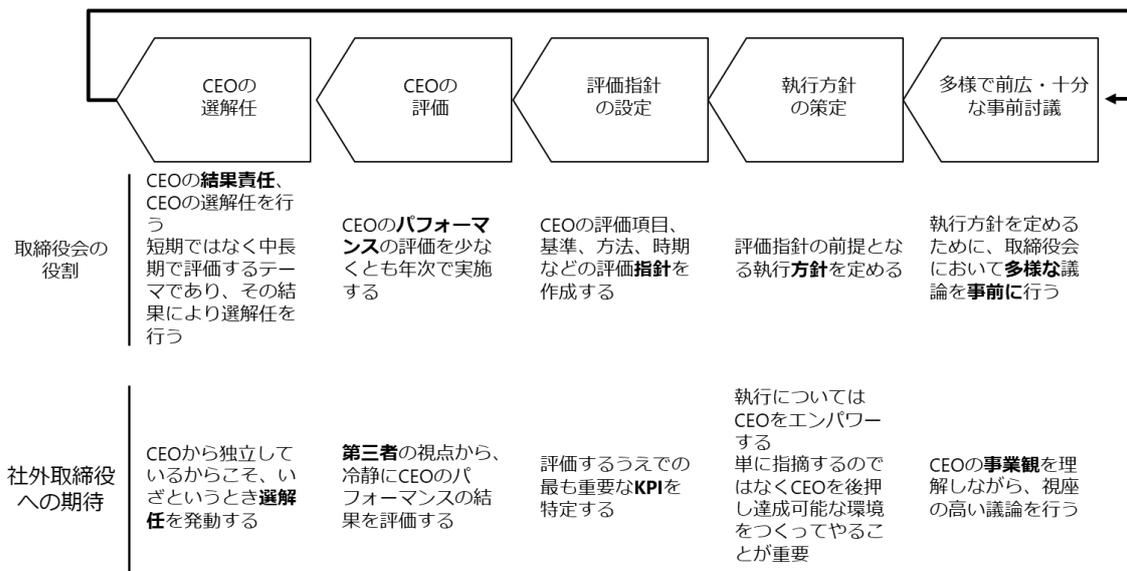
● **独立社外取締役の選任**

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：クリティカルな議題に絞り、実践的行動参考書をつくる

本レポートの大目的は、日本企業のリスクテイク力を再興することで資本生産性の向上を実現し、株式市場を長期低迷から脱却させることにある。

日本企業の典型的な取締役会（特に監査役設置会社の場合）には様々な議題が上程されてくるが、上記の観点からするとその重要性は必ずしも高いものばかりではない。本レポートでは重要性の低い議案については検討対象とせず、リスクテイクに関わるがゆえに企業価値を大きく左右する議案のみに絞って、実践的な行動指針を議論していく。

3.1 企業価値に直截的、かつ大きく効く取締役会の議題とは

● 企業価値を大きく左右する議案は6つ程度しかない

当委員会は長年経営コンサルティング業界や経営者との対話によって企業価値の向上を目指す、いわゆる「エンゲージメント投資」の世界に身を置くメンバーで構成されている。

こうしたメンバーで経営者へのヒアリングや、委員会での討議を行ってきたところ、企業価値を直截的に大きく左右する取締役会議案は以下の6つに集約してよいのではないかと考えている。

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

これらの6つの議案が取締役会に上程された際、クオリティの高い議論が十分になされるか、そしてその議論が企業価値を正しく増大する結論に導かれるかが、長期投資家にとっては重大な関心事である。

取締役会意思決定の重要性を「投資家目線」から考えることには違和感があるかもしれないが、**一般のガバナンス改革が「資本コストを上回る資本生産性を生み、結果として株主価値創造に結びつける」ことを大目的としているのであれば、あながち間違ったアプローチではなからう。**

### 3.2 独立社外取締役の「底上げ」を目指したガイドライン

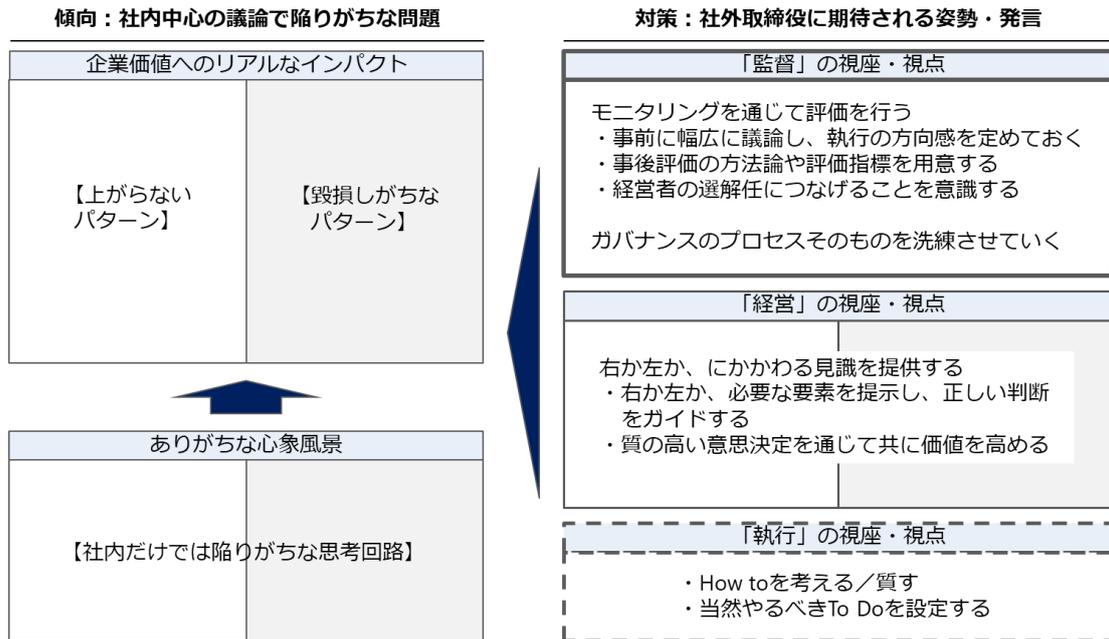
- **コンセプトは「傾向と対策」**

以下では大量に誕生した新任独立社外取締役でも、重大な意思決定局面で、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」を提示してみたい。

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。のちほど具体的な議案ごとの行動について解説するが、ここではまずフレームワークの全体像を説明してみたい。

- **「傾向と対策」のフレームワーク**

図：「傾向と対策」図の見方



本フレームワークは大きく左側に「社内中心だと陥りやすい問題」をまとめる。その中でも、「過剰にリスクテイクを避けてしまうパターン」と「過度にリスクを取りに行ってしまうパターン」を整理してある。

**フレームワークの右側には独立社外取締役に期待される役割・姿勢・発言を記してある。ここでは“高度な分業の導入”を意識し、「監督」「経営」「執行」それぞれの視座を設定したうえで、それぞれの立ち位置に応じた指針を書き込んである。**

それぞれの視座について、ここで少し補足説明してみよう。

「監督」では、事前の幅広い議論や事後の執行評価が独立社外取締役の本分であることを喚起し、経営者の選解任やガバナンスそのものの洗練を意識した行動を促す。

「経営」とは、実際の経営判断において右を選択するか左を選択するかを決める視点を指す。マネジメントボードでは執行レベルの議論が多数出てくることもあり、経営レベルの議論が薄くなりがちだ。最終的に経営判断を決めるのは執行側であるべきだが、取締役会でも経営マターは十分に議論されるべきであろう。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判断要素を提示してもらいたい。

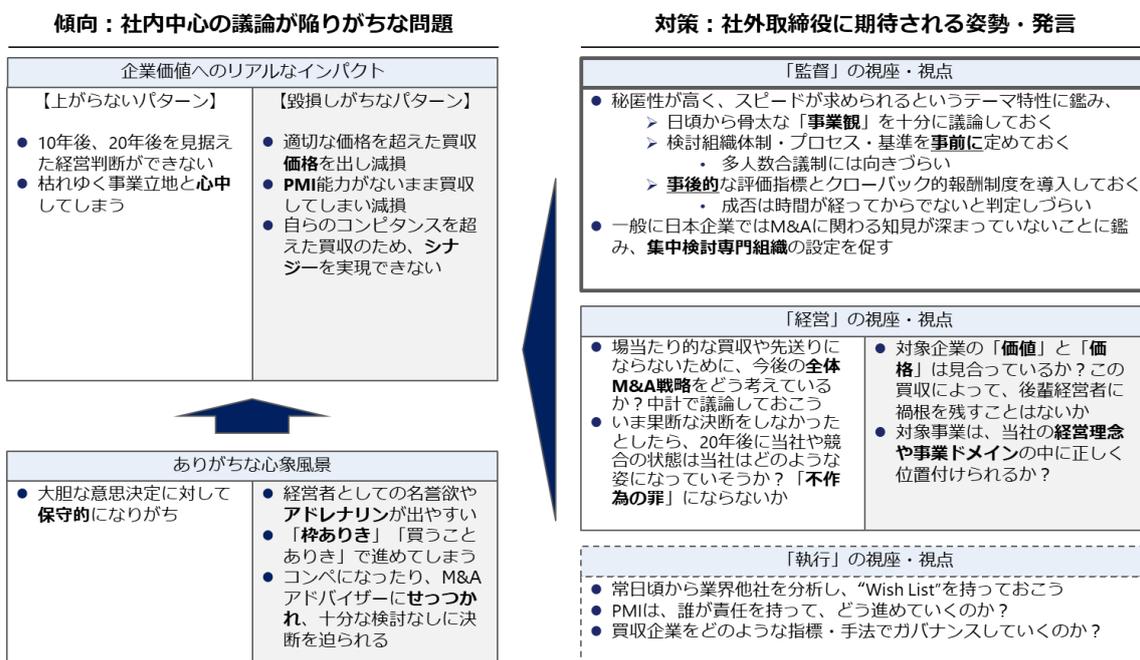
最後の「執行」では、監督者たる独立社外取締役は原則として関与すべきでない。しかし現実には数多くの報告・決議事項が取締役会に上程されていることも事実であり、また見識ある独立社外取締役に貢献できる領域があることも事実であろう。本来役割ではないことを明確に意識しつつも、有効なコメントをするという姿勢が求められる。

フレームワーク右側で、視座ごとに枠線の太さが異なっていたり点線になっている理由は、独立社外取締役の本来役割に沿った行動を常に意識してもらうための工夫である。

#### 4 独立社外取締役の行動をガイドする…議題別「傾向と対策」

本レポートでは、上記 6 つの企業価値直結型重要議案のうち、特に重要と考えられる 3 つの議案に関して「独立社外取締役のための取締役会の傾向と対策」を示す。残り 3 つは「傾向と対策」の図のみ掲載しておくので、適宜参照していただきたい。

##### ● 大規模な M&A に関わる「傾向と対策」



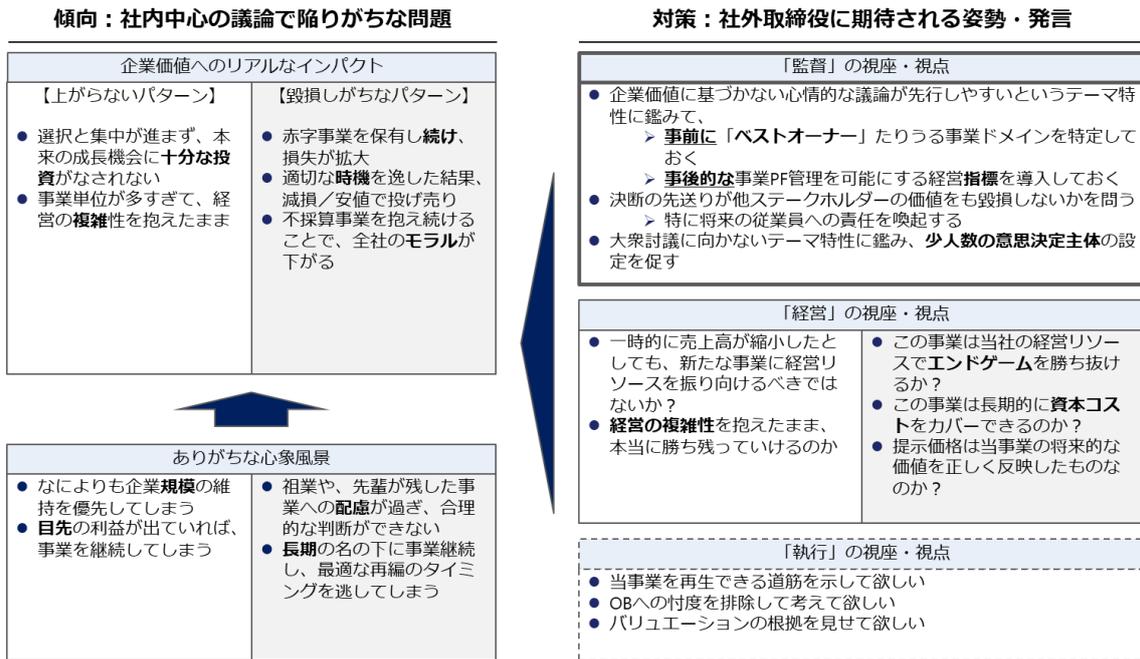
M&A は今や日本企業の成長にとって、重要な選択肢の一つである。一方でその性質上、M&A は大きな資金を投じるものであり、また歴史上、日本企業が巨額の特別損失を計上し続けてきたテーマでもある。まさに「企業価値を直接的に左右する」事案であり大きなリスクを伴う経営判断でもあるため、この議案が上程されたときの取締役会の議論の巧拙は極めて重要だ。このような大きなリスクを目の前にした際、社内だけの議論では、極端な保守か極端なリスク軽視に振れがちである。

具体案件の是非に関わる十分な議論が求められることはもちろんだが、独立社外取締役の本分である「**監督**」の視座からより重要なことは、**常日ごろから事業観の統一や M&A 事案検討の組織・体制・プロセスの整備を促しておくことである。加えて M&A の成否は時間が経たないと判定しづらいという性質に鑑みた、執行陣の評価・報酬制度設計を促しておくことも求められる。**また、M&A は日常の業務遂行といった平時とは異なる「有事」性が高いテーマでもある。その有事中には企業価値算定や買収契約締結といった専門的知識・知見がしかも迅速に求められることも多いため、集中的な検討専門

組織体制を平時から構想しておく必要もありそうだ。

「経営」の視座としては、経営理念やドメイン、あるいはコアコンピタンスからみた当該事業の乖離度チェックや、（日本企業では特に弱くなりがち）買収の適正価格算定についての苦言を呈することが求められる。 「執行」の視座は独立社外取締役の本来の役割ではないものの、日本企業の実態に鑑み、ポスト M&A の統合プロセスやガバナンスのあり方についてくぎを刺しておくことも有効だと考えられる。

● 撤退を含む事業ポートフォリオの再構築に関わる「傾向と対策」



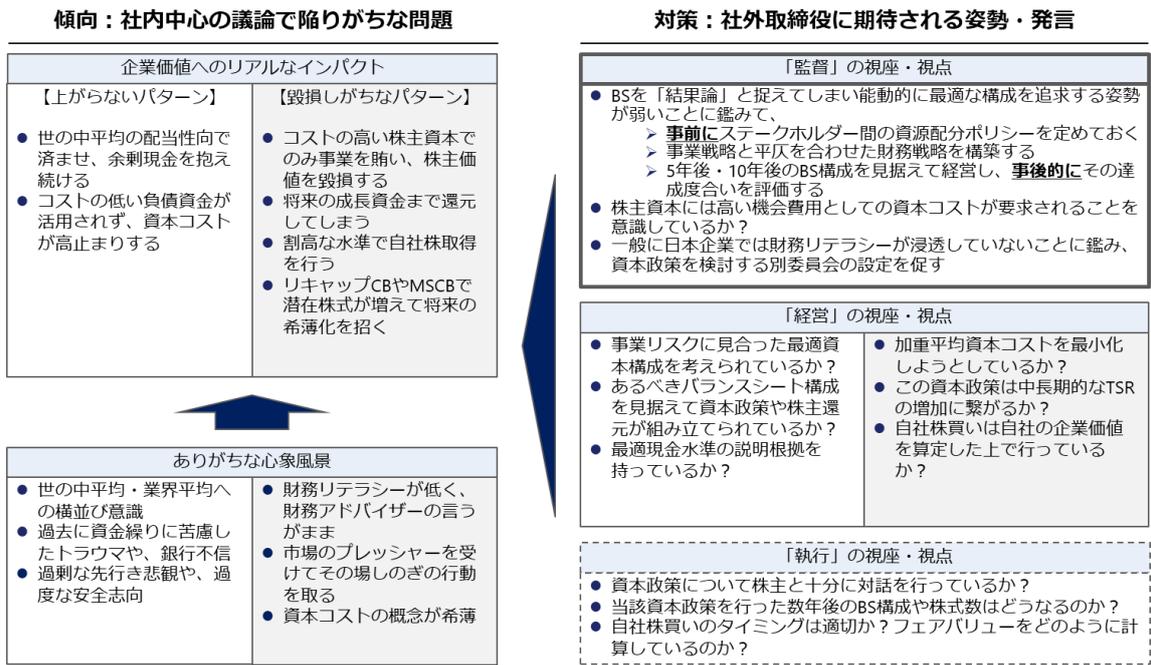
事業ポートフォリオの果敢な新陳代謝は、日本企業が苦手とするテーマであろう。社内だけでは雇用や先輩経営者への配慮から集中と選択を進めづらく、結果として経営の複雑性を抱え込み続けたり、メリハリを利かせた資本投下が十分に行われず海外競合に劣後したりする例も多いのではないだろうか。

**このテーマにおける「監督」上の重要な視点は、当該企業はひとつひとつの事業において「ベストオーナー」たりうるのかという視点である。現在の厳しい競争環境は、本来のコアコンピタンスから少しでも外れた事業で勝ち続けていけるほど、甘いものではない。過去の経営・経緯に拘泥せず、当該企業は一つ一つの事業で持続的な価値向上を確実に狙えるコンピタンスを持っているのか否か、改めて吟味する姿勢が求められる。**仮にベストオーナーであることが疑われる場合には、事業がまだ健全なうちに売却を行うことで、所属している従業員がずっとハッピーになることもありうるのだ。

このテーマにおいても個別具体的な案件検討の前に、常日頃からこの「ベストオーナー思想」の徹底を図っておくことが求められる。また、この事業ポートフォリオの再構築というテーマはいわゆる大衆討議には向かないテーマでもあるため、少数かつ強い権限を持った経営メンバーによる意思決定体制を事前に考えておくことも必要だろう。

「経営」の視座としては、資本コストの観点から個別事業の価値創造度合をチェックしておくべきだろう。「経営の複雑性」への認識の共有化も重要だ。人間は元来、それほど器用にはできていない。経営において最も希少な資源は、次々と重要な判断を下さなければならないトップマネジメントの物理的時間とマインドシェアであって、多数の事業を抱える複雑な事業体であること自体が競争劣後を生みかねないというポイントを共有しておいてほしい。

● 資本政策に関わる「傾向と対策」



資本政策に関する「傾向」には二つの特徴がある。ひとつは日本企業の資本コストや現代財務理論全般に関わるリテラシーの低さであり、二つ目は過度に安全サイドに振ったバランスシート、具体的には社会的にも批判の強い多額の現金保有とその裏側にある株主資本の過剰蓄積である。

したがって「監督」の視座としては、経営陣の財務リテラシーの引き上げを図りつつも、希少なリテラシーの高いメンバーを糾合した資本政策を検討する専門組織や委員会の設置を働きかけ、その組織で適正な資本政策を検討させるといったものであろう。

「経営」のレベルで答えを出していくべき具体テーマとしては、適正な現預金水準、持合株式を含む非事業性資産の扱い、キャッシュフロー生成に直接的な影響を及ぼすキャッシュ・コンバージョン・サイクル（CCC）の適正化や、事業リスクに見合った適正な財務レバレッジ、さらには配当政策や機動的な自社株買いプログラムなど数多く存在する。これらの具体策を現代財務理論と自社の置かれた環境をベースに最適解を導き出していくことが求められるわけで、実際には上述した専門検討組織で十分な検討を加えたくうえで、（リテラシーが必ずしも統一されていない）取締役会に説明していくというプロセスが現実的かもしれない。

少し変化球的なアプローチとしては、独立社外取締役があえて「執行」レイヤーに踏み込んだ議論を投

げかけることで、取締役会のリテラシーの現状を共有し、専門検討組織の立ち上げを提案することも一案かもしれない。いずれにしても、数多くの日本企業に見られる過剰に保守的な資本政策は、「リスクテイク」の対極に位置しかねないテーマであるため、独立社外取締役の能動的な姿勢が求められる。

● 中期経営計画等の経営計画

傾向：社内中心の議論が陥りがちな問題

企業価値へのリアルなインパクト	
<p>【上がらないパターン】</p> <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<b>そつなく</b>)</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>	<p>【毀損しがちなパターン】</p> <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<b>無謀な挑戦</b>の結果、減損</li> <li>● 自社のコアコンピタンスと<b>かけ離れた</b>ところでの勝負を挑み後に減損</li> <li>● 売上、利益、ROE全てで<b>優等生</b>を目指す結果、どれも中途半端</li> </ul>
<p>ありがちな心象風景</p>	
<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<b>事業観</b>に乏しく、成長戦略を描けない</li> <li>● 敢えて<b>前例</b>を覆したくない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 自分の経営能力を<b>過信</b>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、<b>優秀な</b>経営者と思われたい</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>● <b>前広</b>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>● <b>事前</b>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<b>プロセス</b>となっているか？</li> <li>➢ 事業特性・ステージから、最も重要な<b>評価基準</b>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<b>事後的</b>にモニタリングする                     <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 結果指標と<b>報酬</b>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<b>タイミング</b>で実施するのか？</li> </ul> </li> </ul>	
<p>「経営」の視座・視点</p>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 総花的にするのではなく、もっと<b>傾斜</b>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<b>コアコンピタンス</b>と新規事業の関係は何か？</li> </ul>
<p>「執行」の視座・視点</p>	
<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、その実行上のキーマンは誰か？</li> </ul>	

● 大規模な投資（設備投資、研究開発投資、IT 投資等）

傾向：社内中心の議論が陥りがちな問題

企業価値へのリアルなインパクト	
<p>【上がらないパターン】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 必要な成長投資に踏み出さず、長期低落傾向に陥ってしまう</li> <li>● 10年後、20年後を見据えた果敢な経営判断ができない</li> </ul>	<p>【毀損しがちなパターン】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 回収しきれないNPVネガティブな投資</li> <li>● 長期経営に名を借りた低IRR投資</li> <li>● 業界全体で過剰供給に陥ってしまう</li> </ul>
<p>ありがちな心象風景</p>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 本来存在する事業機会を読み切ること<b>に自信</b>が持てない</li> <li>● 任期中は大型投資を控えることで、目先の業績を確保したい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 業界他社の動向を過度に気にしてしまう</li> <li>● 顧客からの強い要望をはねつけることができない</li> <li>● 社内部門からの「<b>恐怖マーケティング</b>」に晒される(特にIT投資の場合が顕著)</li> <li>● 「<b>鶴のひと声</b>」で物事が決まることも</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>● 長期の命運を左右し、財務的にも負担が大きい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「<b>事業観</b>」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<b>事前</b>に定めておく                         <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 財務知識の専門性も必須条件</li> </ul> </li> <li>➢ <b>事後的</b>な評価指標とクローバックス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> </ul>	
<p>「経営」の視座・視点</p>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● いま決断をしなかったとしたら20年後に当社はどのような姿になるか？「<b>不作為の罪</b>」は発生しないか？</li> <li>● キャッシュフローや、保有現預金を考えると、今後数年間の投資計画はどのようにあるべきか？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● この投資によって新たな顧客価値が生まれ長期収益性は上がるのか？</li> <li>● 後輩経営者に禍根を残すことはないか。予想が外れた時のプランBはあるか？</li> <li>● この投資によって競合はどのような動きに出てきそうか？</li> </ul>
<p>「執行」の視座・視点</p>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 投資対効果はどのような指標で行っているか？</li> <li>● 事業の<b>エンドゲーム</b>としてはどの程度の資本投下が必要で、当社の財務基盤はその資本投下に見合う体力となっているか？</li> </ul>	

● 意思決定プロセス／ガバナンス機構の設計

傾向：社内中心の議論が陥りがちな問題

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>● 意思決定がコンセンサスペースで、社長の思いを通せず大胆な意思決定ができない</li> <li>● 身内で固められた同質的な取締役会で適材適所の人材配置になっていない</li> <li>● 取締役会で細かい執行マターが議論されていて、重要事項が議論されない</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 経営トップに対して誰も意見を言うことができず暴走</li> </ul>



ありがちな心象風景	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 「空気を読む」サラリーマン共同体的な企業風土</li> <li>● 年功序列・新卒一括採用、企業別労組組織のため、長期的な人間関係（ムラ社会）が築かれ、情緒的な人事が行われやすい</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 絶対君主オーナー、又は長期政権・独裁体制</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>● 重要な経営マターの意思決定プロセスを定めておく                         <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</li> <li>➢ 事後的な評価指標とクローバック的報酬制度を導入しておく</li> </ul> </li> <li>● 取締役会の本来目的、ガバナンス機構のあるべき姿を議論しておく</li> <li>● 自由闊達な議論が行われる取締役に誘導しておく</li> <li>● VUCAを乗り切るための十分な権限を社長に与えておく</li> </ul>

「経営」の視座・視点	
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業価値に影響が大きいアジェンダは何か？</li> <li>● 情緒的な人事でなく、成果・能力ベースでの役員人事となっているか？</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● CEOとCFO・COOなどの経営幹部との役割分担、権限移譲をどう考えるか？</li> </ul>

「執行」の視座・視点
<ul style="list-style-type: none"> <li>● この会社では明確なジョブディスクリプションやキャリアパス、信賞必罰の報酬制度が整備されているか？ 将来の経営者・経営スキルを磨くような育成制度はあるか？</li> </ul>

5 独立社外取締役の行動に関する原則

最後に、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。

● 「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。

● 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。

### ● 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しうる。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とおり顧客・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。

### ● 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。

### ● 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。

## 6 むすびにかえて

本レポートは、第 1 部で日本企業の「稼ぐ力」、すなわちリスクテイク力再興のために「CEO への裁量  
付与、経営意思決定への分業システムの導入、そして結果責任の貫徹」という基本指針を提示したうえ  
で、第 2 部ではその具体策としての「独立社外取締役の行動ガイドライン」を示した。

これらの指針や行動ガイドラインによって、わが国で急激に増加した独立社外取締役が「監督」や「経  
営」の視座に立った適切な行動を実践し、社内論理や「執行」に偏りがちであった意思決定のあり方が変  
容すること、そしてこのような高度な分業システムが導入されることによって日本企業のリスクテイク力が強  
化されていき、資本生産性の向上ひいては株式市場の再活性化につながっていくことを期待したい。

以上

**作成関係者**

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

事務局： 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 企業統治推進機構 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