

【投資家フォーラム第29回会合 報告書】

投資家フォーラム運営委員会

テーマ：「投資家が社外取締役に期待すること」

日時：2021年12月13日（月） 17:00～19:00

会場：ZOOM 会議室

参加者：17名

目的と構成：

- ・ 日頃の面談を通して得られた経験にもとづき、投資家として社外取締役に期待すること、望みたいことについて意見を出し合う。さらに、課題や問題点についても解決策を探る。
- ・ 初めに、社外取締役との対話の実際と課題について意見を交換する。面談を通して社外取締役に對して持つ印象、そして、社外取締役との面談がとりわけ重要と考えられる場面などについて意見を出し合う。また、社外取締役との対話を実現することが必ずしも容易でないという現状を踏まえ、その原因について考察し、解決策を探る。
- ・ 次に、投資家が社外取締役に求めたい資質・スキルセットについて議論する。そして、社外取締役とはどのような存在であるべきかについて意見を交換し、会社の事業戦略策定における社外取締役の役割、社外取締役に必要とされる力量について議論する。最後に、やる気がある社外取締役にさらにインセンティブを高めてもらうために何が必要かについてアイデアを出し合う。

以下では、投資家フォーラム第29回会合での議論をテーマごとに整理して紹介する。参加者から提出された主な意見を列挙しており、それらの中に必ずしも両立しないものがあったとしても併記している。

1. 投資家は社外取締役との面談でどのようなことを話しているか。

- 政策保有株式や買収防衛策など投資家が問題視する課題を抱えている会社の場合、定期的に社外取締役と面談をして取り組みの進捗状況を確認している。さらに、例えば政策保有株式に関しては、「ビジネス上必要」という通り一遍の記述が有報でなされていれば、社外取締役としてどう考えるか、と踏み込んで質問をすることがある。また、ある銘柄の保有量が突出していれば、そのことについて「何かコメントしたか」と質問することがある。

- 有事を除けば社外取締役とは年 1 回程度面談すればいいと考えている。例えば女性管理職について会社の目標値をまず聞いておく。そして 1 年後に進捗状況をチェックする。
- 在任期間の長い社外取締役がいる場合、適切な任用期間について質問を投げ掛け、兼職数が多い社外取締役がいる場合、当社での仕事に割く時間について聞く。
- 取締役会での決議において、反対する人がいたか、あるいは反対しなくても疑問を投げかけた人はいたか、あなた自身は何故そうしないか、というようなことを聞くことがある。
- 社外取締役の役割をどう考えるか、といった一般的な質問を最初の面談でしている。すると、「第三者としての独立の立場から経営を監督する」といった答えが返ってくる。投資家としては株主価値の向上も求めていると畳みかけると、「そのことは認識していたが、さほど意識していなかった」というような回答を得たりもする。
- サステナビリティへの取り組みに関しては各社ごとに重要度が変わるはずで、それについて社外取締役の立場からどう見ているかを聞いて議論している。
- 面談の約束を取る段階から、「売上とか利益といった財務的な数字については聞かない」と明確にしておく。
- 社外取締役と面談するのは、圧倒的に有事の場面が多い。例えば社長の交代から計画数値の未達が続いているときだ。「この社長で良かったか」、「計画未達について取締役会で議論しているか」といった質問を投げ掛ける。また、不祥事があった場合に、社外取締役 A にまず話を聞いて、半年後に社外取締役 B に聞き、1 年後に社外取締役 C に話を聞くということもある。

2. 面談を通して投資家は社外取締役に対してどのような印象をもっているか。

- 社内取締役やその他執行側の役職員と比較して社外取締役はざっくりばらんに話してもらえる印象がある。
- 執行側の社長や IR 担当役員はプレゼン慣れしていて、用意された答えを話すという印象だ。一方、社外取締役は、例えば取締役会での決議の様子を聞くと、記憶を辿りながら、取り繕わずに「この前はこうだった」と答える。
- 資本コストを上回るリターンが持続的に上がっていない会社があまりに多い。ビジネスモデルを根本的に見直すか、事業ポートフォリオを組み直すことが必要だが、それについて社外取締役に「そうした視点をもっているか」と尋ねると、かなりの外れの答えが返ってくるが多い。
- その会社に適用すべき資本コストについて、それが何%か答えられない社外取締役が多い。社外取締役に期待したい役割は、資本効率性の観点から問題がある投資に歯止めをかけることだ。仮に執行側が積極的に進めようとしていても、社外取締役は空気を読まずに非効率な投資に対してチェックを掛けてほしい。

- 社外取締役を株主のエージェントのように考えることは適切でないが、投資家の見方を社外取締役にインプットして、それを会社内部で共有してもらうことは大事だ。内部できちんと議論したのであれば、結果が投資家の望むものでなくてもいい。
- 私が面談した社外取締役の中には、いま勉強中とか、3年務めないと会社のことは分からないと言う人がいる。月に一度取締役会に出席するだけなので何年も務めないと会社のことは分からないと言われると、社外取締役という制度に意味があるか疑問に感じてしまう。

3. 投資家にとって社外取締役との面談がとりわけ大きな重要性を帯びるのはどのような状況のときか。

- 不祥事について取締役会まで報告が上がってもきちんと対応していない事例で、まず社外取締役との面談を要望した。執行側に見解を聞くよりも良い判断材料を得られると考えたからだ。
- 取締役の選任議案が取り沙汰されているケースで、社外取締役との面談が議決権行使判断の決め手になったことがあった。
- 経営に大きな問題が認められる場合、執行側に話を聞いても埒が明かないことがある。そのときには複数の社外取締役と話す必要がある。敢えて執行側とは全く話さず、社外取締役とだけやり取りした事例もある。

4. 社外取締役との面談を設定する上でどのような困難があるか。困難を解消するための策はあるか。

- 社外取締役となかなか対話の機会をもてない。会社側に警戒心があり、社外取締役自身も嫌がる人が多いようだ。
- 人によって違うとは思いますが、投資家に何か言われたらどうしよう、と考える社外取締役もいると思う。場数、経験の問題もあるだろう。
- 投資家に呼び出されて何を言われるか分からない、という恐れがあるかもしれない。特に、上場会社の社長としてIRの場に臨んだ経験がない社外取締役の場合、必要以上に緊張して投資家との面談に二の足を踏むこともあるだろう。
- 面談に応じる社外取締役は、たいてい自分の考えをしっかり持っている。そして、場慣れしている印象がある。面談に応じてもらうことが難しい社外取締役とも話したい。投資家との対話も社外取締役の仕事の一部だ。
- 最近株主との対話の回数を開示する会社が増えている。株主との対話のうち社外取締役が相手をした事例はどれくらいか、という情報が開示されるようになると、会社としても、うちの社外取締役に頑張ってもらおう、ということになるかと思う。
- アポイントメントを確実に取る1つの方法として、3つのことを実践してきた。まず、面談の設定をIR担当者経由で頼まない。担当者が社外取締役に遠慮して、いつまで経っても進まない。有効だっ

たのは、社長との面談の終わる最後の 5 分間に社長へ直に依頼することだ。社長からいま聞いた話についてさらに社外取締役の視点から確認したい、と説明すると、社長が承諾して、かなり高い確率で面談が実現する。タイミングについては、1 年でも待つとっておく。1 年待っても実現しなければ、面談拒否にも等しいからだ。さらに、面談の設定を依頼するタイミングで質問内容を予め一枚紙に箇条書きにして送る。質問項目が分かれば、面談を受ける側としては安心感につながると思う。

- 投資家向け窓口の役割を担う社外取締役を任命する制度設計は検討に値すると思う。そうした役割の社外取締役との面談は会社として断りにくい。役割を与えられた社外取締役も、投資家との対話で何を話せて何を話せないかの区別を含めて、経験を積むことができる。経験を積むことにより投資家が怖いという懸念も払拭されるのではないか。ただ、役割を与えられなかった社外取締役に投資家との面談は自分達の務めでないと考えられては困る。

5. 投資家の目から見て、会社が開示する社外取締役のスキルマトリックスに意味があるか。ESG やサステナビリティはマトリックスに含めるべきスキル項目か。

- 会社が独自のビジネスモデルで稼いでいく上で取締役会においてどのような能力・力量が必要か、ということスキルマトリックスで表現できている事例は非常に少ない印象だ。現任の社外取締役のスキルを単に羅列した例が多い。取締役会において必要な能力・力量がまずあり、その必要性を満たすために指名委員会で議論して取締役候補が選ばれるというところまで来ていない。
- 投資家として求めるのは、マトリックスというより選任理由だ。なぜこの人が選ばれているか、再任であればその人が具体的にどういう貢献をしているか、について知りたい。
- 個人的に見ているのは、マトリックスを作成する上でどのようなスキルセットが採用されているかだ。採用されたスキルセットが会社の経営戦略と整合的であることを重視している。どうしてそのスキル項目を選んだか、つまり会社がどのような考え方で取締役会を構成しようとしているか、という点に関心をもって会社と対話している。
- 会社の取締役に求められる資質としては、将来の構想を作っていく力が大切だが、現実には選任されている社外取締役がすべて弁護士か会計士という事例も少なくない。マトリックスの項目として、当事者でない客観的な観点から経営の方向性を判断する力は外せないだろう。
- ESG やサステナビリティに力を入れている会社で、社内にその方面のスキルが不足している場合に、必要スキルの一環として、その分野に詳しい人材を社外取締役として選ぶことはいいと思う。
- ESG に関しては、さきほどの弁護士・会計士と同じことが言えるだろう。専門家に適切なアドバイスを求める体制を作ることは重要だが、取締役会は経営を判断する機関だ。ESG の専門家であっても経営に関する知見がなければ適切と言えない。

6. 会社が事業戦略を打ち出して行く上で社外取締役はどのような形で貢献できると、投資家は考えているか。

(社外取締役は会社の事業戦略の決定にも積極的に関与していくべきか)

- 会社の事業戦略はまず執行側が考えるべきだ。執行側の原案に対して、他業界についても知識と経験をもつ社外取締役が取締役会でその方向性を検証することはいいことだ。その結果、執行側の原案がそのまま通ることもあれば、多少修正されることもあるだろう。
- 指名委員会と報酬委員会を通じて経営陣を監督することが社外取締役の役割の基本だろう。その基本は外すべきでない。一方、社外取締役の多様な見方を経営の方向性に反映させることも重要だ。その観点からは、議論の場をつくるのが大切で、社外取締役だけで会社の方向性を議論する場があってもいいと思う。

(長期投資家を社外取締役としてボードに招いて会社の方針を決定する際のリソースにする、という考え方についてどう思うか)

- 投資家が自身のリソースを使って描いた会社のあるべき方向性が、会社の意思決定の場で考慮されることはいいことだ。投資家の意見の代弁者を社外取締役として選任することは、それを実現する1つの方法だ。しかし投資家が正しい方向性を打ち出せているかどうかは分からない。執行側としっかり議論できることが肝要だ。投資家はリソースとなって社外取締役にインプットすることができる。社外取締役の発言を通して社内の議論の幅を膨らませ、多様性をもたせることが大切だ。
- 長期投資家をリソースとして取締役会に組み込むというボード 3.0 の考え方がうまく機能するためには、モニタリングを主軸としたボード 2.0 の枠組みが会社の中でしっかり根付いて、その上で社外取締役と投資家との間で平時や有事の際にきちんと対話がなされていることが前提だろう。

7. 社外取締役に一番必要とされる力量はどのようなものだと投資家は考えているか。社外取締役が力を発揮することを投資家はどのように後押しできるか。

(社外取締役に一番必要とされる力量はどのようなものか)

- 議題に上がった問題について執行側と異なる観点から検討できることが必要で、そのために社外取締役は独自の情報源が必要だと思う。様々な経験とネットワークをもつからこそ社外取締役として選任されたとは思いますが、バックグラウンドが事業会社の経営者だと、入手できる情報が概して執行側と重なる可能性がある。投資家の異なる観点からのインプットが大事だ。社外取締役も積極的にそうした情報を収集してほしい。
- 社外取締役に期待したいのは、単に異なる側面から物事を見られるというだけでなく、社外者として客観的かつ批判的に見られることだ。

- 社外取締役が必要な情報を要求するのは多面的な観点を求めているからだ、ということを会社も理解する必要があるだろう。
- 様々な経験、バックグラウンドをもつ人達が社外取締役として揃っていることが大事で、その意味でダイバーシティが必要だ。
- 社外取締役は、会社が直面する大きな課題について、“何とかしなければならない”という健全なプレッシャーを取締役会の中で醸成できるようにしなければならない。例えば、5年、10年後に売上が先細りのビジネスラインがあったとして、執行側は社内から上ってきた人達なので、そうしたビジネスラインを維持すべき理由を幾つも挙げてくるだろう。そのようなとき、社外取締役は躊躇する執行側に揺さぶりをかける役割を果たせるようにならなければならない。

(経営が動くように仕掛けても会社が動かないとき、社外取締役はどのような形で会社に対して牽制を掛けられるか。それを投資家は後押しできるか)

- 公式の会議でしっかり議論すれば議事録が残る。この課題については時間を切っていつまでに方針を作らないといけない、と議事録に残っていれば、会社として放置できない。また、こういう意見を確かに述べた、この賛成にはこういう留保条件が付いている、という形で証拠を残しておく意識も大事だ。発言がきちんと議事録に残っていることが取締役自身の身を守ることに繋がる。詳細な議事録を残すよう会社に促すことを社外取締役との面談の際に勧めている。
- 社外取締役から面談を求められ、逆に取材されることがこの1～2年増えたと感じる。例えば、会社にとって人材育成が課題だと考える社外取締役から、他社の取締役会でそういう議論がなされているか、と聞かれる。幾つかの会社との面談で得た知見にもとづき、他社でもそのような議論がなされているようだと言え、取締役会の議題として取り上げたいと申し入れるべきか、他社の様子が分からず迷っていたが、背中を押してもらえた、という反応だった。社外取締役の問題意識を投資家が後押しすることによって、経営を動かす手助けができるのではないか。

8. どのようにしたら社外取締役の任務遂行へ向けたインセンティブを高められるか。

- 長期的な目線を投資家と合わせるという意味で株式報酬については社外取締役に付与して構わないと考えている。一方、社外取締役のインセンティブがどこにあるかは非常に難しい問題だ。個人的には本質的に名誉職だと考えている。高い志をもって就任してもらえ人が望ましい。
- 日本企業においては「攻めの経営」が課題で、新しいことにも恐れずチャレンジしていくことが求められる。そうした観点からは、一線を引いた経営者 OB でなく、比較的若い人に社外取締役を務めてもらいたい。若くてチャレンジを恐れない人達がさらにインセンティブを高めてもらえるよう、投資家として後押しできないか、ということが個人的な問題意識だ。

- 攻めの経営と社外取締役は直接的にはつながらないように思うが、道筋はあると思う。つまり、攻めの経営を具体化していくのは執行側で、そのためには自由な発想やチャレンジが必要だ。執行側の自由裁量度を上げるようにしなければならない。その一方で執行側への監督も必要だ。自由度を上げる一方で失敗したときに責任は明確にとってもらうことが重要だ。責任を問うのは社外取締役の役割で、必要な場面でそうした権限を行使できることが、社外取締役のインセンティブになるだろう。
- 株式報酬を目的として人材が集まることは期待できないだろう。社外取締役のインセンティブを後押しするために出来ることとして、アクティビストでない投資家がグループとして社外取締役の候補者をプールすることが考えられる。30代で意欲的で、社外取締役としての経験も経歴に厚みをもたせると捉え、一定期間務めたあと、またビジネスの一线に戻っていくような人材をプールできるといい。投資家を含む少数株主の代弁者という機能も社外取締役にはあるので、そうしたことも考慮した上で、適任の候補者をリストアップして、投資家のいわばお墨付きを与える仕組みがあつていいように思う。攻めの経営の肝が執行側に責任を取らせる権限にあり、その権限を発揮するのが社外取締役だということはその通りで、失敗した執行側に替えて、有能な人材を見つけて後任に据えることは社外取締役の責務だろう。そのときにも有能な人材候補者のプールがあつた方がいい。

<投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせる新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1、2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。<https://investorforum.jp>