

◆ 特別掲載 ◆

対 談

アナリストのキャリアパスとしての社外取締役

菊 地 正 俊 CMA

（みずほ証券 エクイティ調査部
シニアエグゼクティブ
チーフ株式ストラテジスト）

（聞き手）北 川 哲 雄

（青山学院大学 名誉教授
東京都立大学 特任教授）

目

1. 「元投資家・アナリストの社外取締役としての活用」レポートについて
2. 市場関係者が社外取締役として普及するためには
3. 社外取締役を選定する仕組みについて

次

4. アナリストに付加するべき別のキャリアとは
5. 海外企業のスキルマトリックスにはサステナビリティやESGも
6. 最後に

1. 「元投資家・アナリストの社外取締役としての活用」レポートについて

北川 菊地さんは3年前、アナリスト出身者が社外取締役として活躍する状況を調査したレポートを執筆され当時話題になったが、始めた動機は？

菊地 (1)日本市場においては残念ながら、アナリストの地位が米国市場に比べて低いのではないかと、(2)日本でのアナリストと企業経営者の対話がまだ不十分ではないのか、また、(3)私自身も含めてアナリスト（ストラテジスト）の第二のキャリアとしては何を考えたらいいのか、そうしたこと

を追求したく始めた。なお元アナリストがどんな企業の社外取締役になっているかについては、すべての企業の有価証券報告書を調べない限りは単純にスクリーニングできるものではないため、データが完璧ではないことをご理解いただきたい。

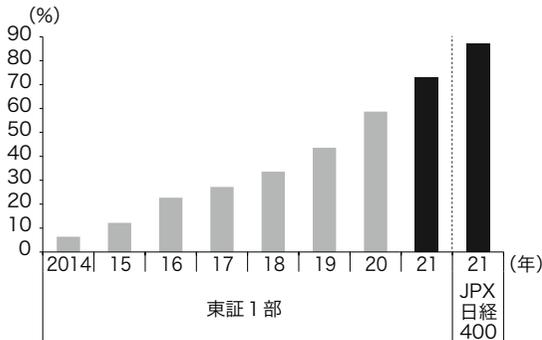
現状について、スライドを元に説明したい。

東証1部上場企業では、3分の1の独立社外取締役を導入している会社が8割近くとなっている（図表1）。

これは、コーポレートガバナンス・コードの改訂により、2022年4月からプライム市場の企業は3分の1の独立社外取締役を導入しなければなら

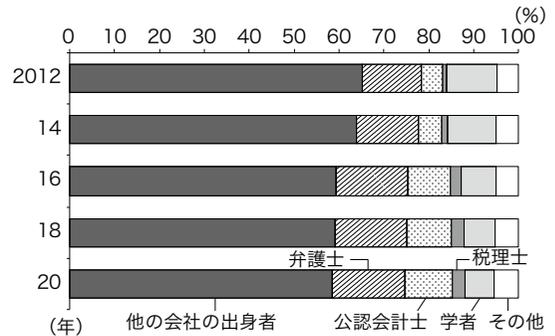
（本稿は2022年3月10日に日本証券アナリスト協会にて収録し4月に動画配信した対談の要旨である。）

図表1 3分の1の独立社外取締役を導入している
東証1部企業の割合



(出所) 東証よりみずほ証券エクイティ調査部作成

図表2 独立社外取締役の属性



(出所) 東証よりみずほ証券エクイティ調査部作成

らないことにもよる。

日本企業は社外取締役の数あわせだけではなく、そのクオリティについても改善すべきではないか、という指摘は以前からあるが、海外では独立社外取締役が過半数であるのが一般的なので、3分の1でも不十分ではないかというのが外国人投資家からの見方であり、徐々にこの比率を上げていくというのが、金融庁の方針でもある。

企業側からは、社外取締役の適任者がいないというご意見を頂くが、私の意見としては、多くの候補者が元機関投資家やアナリスト出身者にいると思っている。

図表2は、東京証券取引所が2年に一度出しているコーポレートガバナンス白書に掲載の、独立社外取締役の属性についてである。「他の会社の出身者」が過半数を占め、2番目に多いのは「弁護士」16%、3番目としては「公認会計士」10%、「税理士」5%と続くが、ここには「アナリスト・投資家」という分類はなく、「その他」に入っている。

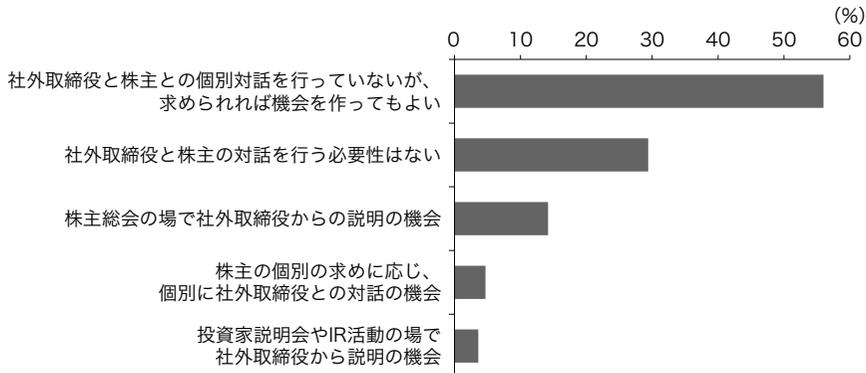
「他の会社出身者」は、もちろん適任な場合もあれば、持ち合い企業相手の経営者という事例もあり、玉石混交だとも言える。私は将来的には、

この独立社外取締役の属性の中に、元アナリスト・元投資家という分類がぜひ追加されてほしいと思っている。

改訂コーポレートガバナンス・コードには、投資家や株主と社外取締役との対話の活発化を要請する項目があるが、実態を見ると(図表3)、株主と社外取締役で個別のミーティングを行っている企業は5%しかない。過半数の企業は、要請があれば検討してもよいとしている。例えば英国では、筆頭社外取締役が投資家と対話する役目を負う。日本にはそうした制度はないものの、元アナリストや投資家出身者は市場を熟知しており、会社を代表して現在の投資家や株主と対話する役目を担うことは重要と思うが、現状でそうした活動を行う企業は非常に少ない。

そして図表4の通り、市場関係者が社外取締役になることについては、賛否両論である。良い点としては、市場に敏感に反応できる、専門分野での知識が豊富であり、また海外企業との比較で企業経営者に対しアドバイスできる、今後5~10年間のキャッシュフロー予想や中長期的な業績予想や経営ビジョンに基づいた議論ができる、客観的な立場から企業経営に参画できることである。

図表3 社外取締役と株主の対話の状況



(図表注) 2020年7月発表。

(出所) 経済産業省「社外取締役に関するアンケート」よりみずほ証券エクイティ調査部作成

図表4 市場関係者の社外役員としての適性の賛否

Pros

- ・経営監督上重要な「職業的懐疑心」が強い
- ・予想が仕事。会社側の予想を一定程度評価できる
- ・市場の反応などの感覚が大半の社内役員よりはる
- ・コンサルタントほど非開示情報は持たないが、ビジネス的關係はない
- ・学術畑の人々に比べ、業績横断的な分析や様々な質疑に慣れている
- ・他社の経営者と異なり関係性は薄い。(外部からながら) 広めの知識がある

Cons

- ・国家資格もないし、実業の実績もない
- ・評論家的。“やってみる”と言われると一番弱い
- ・“横から目線”である
- ・経営者のネットワークが少ない

(出所) マネックス証券専門役員／名古屋商科大学大学院 大槻奈那教授
資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成

逆に市場関係者の弱みとしては、実務経験がなく評論家で批判的のスタンスであること、細かい数値を強調しやすい、経営者とのネットワークが弱い、経営難に陥ったら従業員のリストラを唱えるなど現実の経営者では難しいような机上の空論をしやすい、というところである。

2022年6月の株主総会後からは、新しいガバナンスコードでスキルマトリックスの開示が求められるが、現段階で開示している企業はまだ少ない(図表5)。また各企業によって、スキルに該当する○の付け方にバラつきがある。一般化できるほどの事例数ではないが、アナリスト出身者で

は財務会計へのスキル認定が多く、コンプライアンスやESG関係のスキルも評価されている。一方で元投資家の場合、経営戦略や業界の知見が認定されている例が多い。

図表2の通り、日本の社外取締役の属性には「アナリスト」等の分類がないが、S&P500社で見る米国企業の社外取締役には、「インベストメントマネージャー／インベスター」という分類があつて8%を占めている(図表6)。今米国では、「ボード3.0」と呼ばれる動きが注目されている。社外取締役は従来のモニタリング機能から進化して、プロの投資家がボードに入って企業戦略のア

図表5 元市場関係者の社外取締役のスキルマトリックス

コード	会社名	氏名	企業経営・経営戦略	業界の知見	国際性 グローバル経験	多様性	財務会計	資本市場・企業分析	法務 コンプライアンス	ESG	営業 マーケティング	イノベーション・新規事業	IT・デジタル	金融	企業文化の発展・継承
2317	システナ	鈴木行生	○				○		○	○			○		
2433	博報堂DY HD	服部暢達			○		○		○						○
2802	味の素	引頭麻実					○		○						
3457	And Do HD	藤田勉	○											○	
3597	自重堂	渡辺林治	○		○		○								
4185	JSR	ティビッド・ヘイル	○	○	○		○			○					
4578	大塚HD	三田万世						○							
4762	エックスネット	鈴木行生	○	○			○			○					
6502	東芝	アヤコ・ワイズマン	○			○		○							
6645	オムロン	小林いずみ	○		○					○		○			
6981	村田製作所	山本高稔	○	○	○		○				○				
7733	オリンパス	ティビッド・ヘイル	○	○	○		○								
		ジミー・ピースリー	○	○	○										
7956	ビジョン	新田孝之	○				○		○						
8031	三井物産	小林いずみ	○		○		○			○					
		江川雅子	○		○		○			○					
8140	リョーサン	佐藤文昭	○				○								
8252	丸井グループ	中神康議	○				○		○			○			
8253	クレティセゾン	大槻奈那		○	○		○		○	○					
8411	みずほFG	小林いずみ	○		○		○		○	○				○	
8766	東京海上HD	江川雅子	○		○		○		○	○				○	
9107	川崎汽船	内田龍平	○		○										
9202	ANA HD	小林いずみ	○		○		○		○	○					
9513	電源開発	伊藤友則	○		○		○		○						
9861	吉野家HD	内倉栄三	○			○	○								

(図表注) 敬称略、2021年時点、スキル分類はみずほ証券エクイティ調査部による分類であり、各社のスキルの分類・分類数とは一致しない。このリストは推奨銘柄でない。

(出所) 各社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成

図表6 S&P企業における新任の独立社外取締役の属性

(%)	全体	アフリカ系 米国人	アジア系	ヒスパニック・ ラテン系	男性	女性
Functional and other line leaders	21	26	27	20	17	26
Financial executives/CFOs/treasurers	13	7	9	3	11	14
Active CEOs	12	6	24	13	15	9
Division/subsidiary presidents	12	15	15	10	13	10
Retired CEOs	10	3	0	13	12	6
Investment managers/investors	8	7	9	7	10	6
Academics/nonprofit executives	4	7	3	7	3	4
General counsel/lawyers	4	7	3	7	3	6
Bankers/investment bankers	3	3	0	0	1	5
Public accounting executives	3	3	0	7	2	4
Active chairs/presidents/COOs	2	2	0	3	3	1
Consultants	1	3	3	3	1	2
Retired chairs/presidents/COOs	2	1	3	3	3	2
Others	5	10	3	3	5	6
合計 (人)	456	149	33	30	261	195

(図表注) S&P500構成銘柄。2020年5月28日～2021年5月13日の株主総会。

(出所) スペンサー・スチュアート「2021 US Spencer Stuart Board Index」よりみずほ証券エクイティ調査部作成

◆ 特別掲載 ◆

ドバイスを行う動きが活発化している。日本の取締役会はモニタリング・ボードにも到達していない企業が多いが、将来的には日本でも「ボード3.0」が起きれば良いと思う。

私はこうした表を過去3年にわたり作成してきたが、市場関係者が社外取締役・社外監査役になるケースは徐々に増えてきてはいるものの、当初期待ほど増えていない印象を持っている。付き合いのある元市場関係者からは、社外取締役に就くことに興味があり、社外取締役を探している企業を紹介してほしいという希望も聞くものの、前述の通り市場関係者が社外取締役にすることについては賛否両論があって、企業から採用されるのが容易ではない状況にあり、日本の資本市場全体として希少な人的リソースが有効活用されていないと感じる。

ここまでは社外取締役の話であったが、社内取締役や執行役員となった事例もある。「物言う株主」とされる米投資ファンドから天馬の社内取締役へ、元外資系証券の電機アナリストからパナソ

ニックの常務執行役員へ、といった事例が見られた。

次に外部専門家の取締役への登用が、業績や株価にどう影響したかも見てみる。例えばパナソニックを例にとると（図表7-1）、元アナリストやコンサルタント、経営者等錚々たるメンバーを社外取締役等に迎えたが、足元の株価は横ばい圏にとどまる。これぐらいの大組織になると、いくら優秀なメンバーをボードに加えても、個人力での改革には限界があり、やはり企業経営上最も重要なのは社外取締役ではなく、社長の改革実行力次第であると言えるだろう。

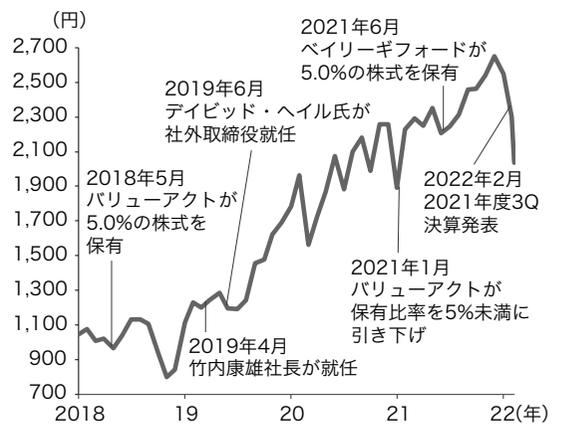
粉飾決算事件で経営危機に陥ったオリンパスでは（図表7-2）、米国のアクティビストであるバリュアクトが2018年に発行済株式数の5%を取得。竹内社長はバリュアクトが投資先米国企業で経営に貢献してきたことを調査し、同社から取締役に受け入れ経営改革を行った結果、株価は上昇という好事例となった。その後バリュアクトはオリンパス株の一部を売却したが、事業リス

図表7-1 パナソニックの株価とイベント



(図表注) 2022年3月9日時点。
(出所) ブルームバーグよりみずほ証券エクイティ調査部作成

図表7-2 オリンパスの株価とイベント



(図表注) 2022年3月9日時点。
(出所) ブルームバーグよりみずほ証券エクイティ調査部作成

トラ策等が評価されて、新たな外国ファンドが同社株を取得した。竹内社長は投資家を社外取締役としてうまく使っている米国企業の例を参考に、投資家との対話を深めて経営改善を進めたと言える。

北川 今の話を伺い、やはり、アナリスト出身者が取締役会の一員としてボードに入ることは必要だと感じた。その理由としては、アナリストとしての分析能力があるのはもちろんのこと、リサーチすること自体が性癖となっているので、月に1回の取締役会と言っても単に出席して終わりではなく、かなり詳細に予習されて臨むため、貢献が大きいと思われるからだ。もっと取締役会の中で元アナリストが増えてほしい。

2. 市場関係者が社外取締役として普及するためには

北川 市場関係者が社外取締役として普及するためにはどうしたらいいと思うか。

菊地 日本コーポレートガバナンス・ネットワークという組織があり、そこでは社外取締役の啓蒙活動や教育活動に加えて、社外取締役の紹介活動も行っている。事務局の方の話では、社外取締役候補としては元CFOのニーズが非常に強いが、元CIOのニーズが少ないとのことである。しかし、企業のCFOより、様々な会社の社長とコンタクト経験もあり、業界知識も豊富な大手運用会社のCIOや元アナリストのヘッドの方もいるのに、採用ニーズが少ないのは残念だと思う。

元アナリスト・投資家の社外取締役採用が進まないのは、両側に理由があると思う。

まず企業側の理由としては、社長は経営に対して口出しをされたくないというのが本音であり、耳触りのいい話をする人を近くにおきたい思いも

あろう。事実、社長の友人や大学時代の同級生が社外取締役となっているケースもある。アナリストの中には批判調・詰問調に話される方もおり、厳しいことを言う元アナリストはボードに入れたくないと考える社長もいるかと思う。

生保業界のアンケート調査によれば、ROEが資本コストを上回っているかどうかについて、投資家・企業間での認識ギャップが依然埋まらないままだ。投資家から見たら企業のROEは資本コストを下回っていると思っているが、一方で企業側ではROEは資本コストを上回っていると思っている。日本の株価指数は国際比較で見るともう30年低迷しており、上昇した会社は全体の1割か2割ぐらいしかない。そういった現実を直視し、厳しい意見も言ってくれる市場の代弁者であるアナリスト・投資家を、自社のため、従業員のために使うという企業経営者の意識改革が必要ではないかと思う。米国のタイヨウ・パシフィック・パートナーズはWebサイトで、自らのことを経営者にとって厳しい友人、tough friendだと言っているが、そうした厳しい友人を受け入れる気持ちは、企業経営者に必要ではないかと思う。

一方、アナリストの方は、上述した机上の空論を言いやすい、厳しい口調で言いがちだという指摘もそうだが、東京海上アセットマネジメントの書籍『対話による価値創造』の中で、塩野義製薬の手代木社長からの「投資家への回答はテープレコーダーでいいと感ずることがある」という発言があり、どのアナリストも社長に似たような質問しかしない、深い対話・議論となっていないので、元アナリストを社外取締役として雇っても役に立たないと思われる面もあるようだ。

それから社長はよく孤独だと言われるが、そうした社長との雑談を含めた対話力や、必要とされる人間力を身に付ける努力が、アナリスト側には



北川哲雄氏（左側） 菊地正俊氏（右側）

必要であろう。40代、50代のアナリストであれば、第二のキャリアに向けて準備できる時間はあるので、将来社外取締役を目指すのであれば、そうした準備も心がけてほしいと思う。

北川 今のお話で二つヒントがある。一つは、塩野義製薬の手代木社長はアナリストと頻繁にコミュニケーションされているが、それだけにある意味厳しく、アナリストには社長と対話ができるようなコミュニケーション能力、専門的知識が問われること。二つ目としては、社外取締役の選任の仕方である。社長に耳の痛いことを言う人は遠ざけられ、友達だけが選ばれないための仕組みとして、社外取締役を誰が選ぶのか。指名委員会等設置会社では当然、ある程度選ぶ仕組みはできているが、日本では取締役会の議長は社長が務め、人事における主導権もかなり社長が握ってしまっている。

3. 社外取締役を選定する仕組みについて

北川 各企業が社外取締役を選ぶ仕組みについては、どうみているか。

菊地 改訂コーポレートガバナンス・コードでも指名・報酬委員会での適切な関与・助言を得て候補者選定を行うといった内容が謳われているが、現実には社長が選んだ候補者に指名委員会がお墨付きを与えるといった形式的な側面もあった。指名・報酬委員会が実質的に機能するようなスキームが必要だと思う。

それから、12年連続で同じ社外取締役を選任する場合に、反対する運用会社側の議決権行使基準がある等、社外取締役も任期がわかっており、社長だけではなく社外取締役のサクセッションプランの作成も必要となるが、その候補者準備に当たっては、アナリストの人的ネットワークと企業側の指名委員会の認知スコープの間にはズレがあるため、なかなかアナリストが社外取締役の候補者として挙がってこない。そういう意味で、アナ

リストもIRやCFOだけではなく、指名委員会の委員長である社外取締役とのコミュニケーションももっと密にすれば、状況が改善してくるかと思う。

北川 今の点は大きなヒントだと思う。今後プライム市場への移行でガバナンスを強化していく際には、社外取締役を増やしていかなければならない。一方で任期の関係もあり、また兼任規制や懸命に取り組むにはせいぜい2社か3社が限度という事情も考えると、社外取締役不足が市場全体に起きてくると思われる。市場関係者等有能な社外取締役がボードに入ってこられる環境が整っていないと、日本の資本市場全体が停滞したままになる恐れもあるのではないか。

4. アナリストに付加するべき別のキャリアとは

北川 アナリストだけではなく様々な経験を積んで社外取締役になることは、とても厚みのあるキャリアパスだと思うが、加えるべき別の経験としては、どんな分野があるか。

菊地 アナリストに対する一番の批判はただの評論家でしかないという点であり、実務経験を付けることが重要だが、投資銀行業務での実務経験であれば、社外取締役になりやすい面があるのではないか。私が所属するみずほ証券でも、長年アナリストランキング1位だった社員が、社内の投資銀行部門に異動した例がある。他には、大学の教授も社外取締役候補として人気が高い。アカデミックな専門的観点からアドバイスできることになるし、いわゆる箔が付くということも言われる。ただ少子化で大学生の数が減っており、大学の教員はなりたくてもなれない昨今はなかなか狭き門という気もする。その他、所属する証券会社グル

ープ内のコンサルタント会社でベンチャー支援業務を行っていた経験を活かして社外取締役になった事例もある。スタートアップの知識も求められる場合も考えると、コンサルタント経験も有益ではないか。

5. 海外企業のスキルマトリックスにはサステナビリティやESGも

北川 資本市場の知識や企業分析スキルも重要だが、現在の海外企業でのスキルマトリックスを見ると、スキル項目にサステナビリティやESGが入ってきている。CMAのカリキュラムではあまり重視されていないが、ESGが社会的に求められる昨今、非財務情報開示・サステナブル情報開示の問題はグローバル時代の趨勢である。欧州企業においては、ダノンやアストラゼネカが例として挙げられるが、取締役会の中に社外取締役の識者をメンバーとしてサステナビリティ委員会を置くところが多い。この委員会が企業のサステナビリティ活動をモニタリングしている。アナリスト試験の受験も重要だが、このような分野でのCMAのリカレント教育も重要性を増している。菊地さんはどのようにお考えか。

菊地 みずほ証券でもアナリストのレポートでは、カバレッジ銘柄につきESGについて評価項目を入れることになっているが、アナリストによって力量の入れ方は異なる。北川先生がご指摘のように、より一層ESGとサステナビリティが重要になるので、アナリストから見れば（特に若いアナリスト）、第二のキャリアとしてむしろESGのスペシャリストになれるくらいの知識を付けても全く損はないと思う。ESGは中長期的に研究のしがいがある分野だと言える。

北川 企業の経営者と議論していると、人的資本

◆ 特別掲載 ◆

やダイバーシティの重要性は認識されているが、いわゆる女性の管理職比率何%等、KPIを設けていけば投資家が満足すると思っていると感じることもある。だが実はアクティブ運用会社の中には、こうした要素がどう企業価値に跳ね返ってくるかを重視し、分析して長期予想に加味しているところもある。簡単な道ではないかもしれないが、こうしたスキルは将来のキャリアパスにおいてとりわけ社外取締役まで結びつく一つのパスになるのではと思っている。

6. 最後に

菊地 北川先生は、アナリスト、大学教授、社外役員と経験してこられ、北川先生のようなキャリアパスを目指す後輩も多い。アドバイスをお願い

したい。

北川 運用会社や証券会社の方で学位を取る方が増えてきている。とてもそれは良いことだと思う。大学やシンクタンクといった様々な研究機関で、アナリスト時代の知見を活かしながら、アカデミックなバックグラウンドを備え、コミュニケーション能力を高めていただき、長期的目線でキャリアパスを歩んでいただきたい。幸い大学教育において大学院を中心としてリカレント教育が、とりわけ非常に重要になっている。大学教育の分野においてもアナリストとしてこれまで積み重ねてきた知見にはこれからもニーズがあると私は思っている。その経験がさらに社外取締役になられた時に活きると思う。現役のアナリストの方々にはぜひ新たな分野も含めていろいろとチャレンジしていただきたい。