

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 北川 哲雄

コーポレートガバナンスに関する近年の論議の重要なテーマの一つは「独立社外取締役」に関するものである。

資本市場関係者の関心は下記の5点に集約されると思われる。

第1点は、取締役会における独立社外取締役の構成比率である。かつては1人でも採用すべきと機関投資家は主張していたが、最近では取締役の3分の1以上、先鋭的な機関では半数以上を要求するところも出てきた。構成員の中にダイバーシティ（女性や外国人の採用）の推進を条件とする機関も多くなった。いわゆるナンバーズゲーム（数的基準の導入で取締役会の活性化を促す）といわれるものである。

第2点は、スキルマトリックスである。最近では、統合報告書等において各取締役のスキルを開示していることが多くなった。その場合、注意すべきは社内執行兼務取締役あるいは社内出身の取締役も含めて開示されているケースが多い。代表取締役社長の場合、すべての項目に◎（スキルあり）と記されていることもある。ある機関投資家A氏は奇異なことである、と専門誌で述べていたことを思い出す。執行兼務の取締役の専門性は「執行役」としての職務であり、執行責任者が同時にモニタリングを行うという自己矛盾を認識しながら

ら公的報告書に表明することの愚かさを彼は指摘している。本来は、独立社外取締役陣のみのスキルマトリックスを提示することが求められるべきなのであろう。

第3点は、独立社外取締役の評価である。取締役会自体の評価は、何らかの形で定期的に行われる企業が増えてきた。執行側の幹部社員（取締役を含む）の報酬についても、報酬委員会における論議の充実とともにペイ・フォー・パフォーマン（職務実績に応じた報酬）が徹底し始めている。そして、独立社外取締役に対する評価の問題もクローズアップされてきた。独立社外取締役自身も企業価値向上、すなわち「攻めのガバナンス」に貢献すべきという議論が出てきたことは周知のとおりである。そのためには個々の独立社外取締役の評価を厳密に行い、かつ報酬に反映すべきという論議が起こってきても不思議ではない。それでは、一体その評価をどのように行うべきかが重要となる。ここに至り第2点で示したスキルマトリックスでの専門性の表記は、評価のポイントとして重要なものとしてクローズアップされることになる。

第4点として、第3点の議論を発展させたものとして呼応する「委員会」の設置の必要性である。現行、わが国では取締役会内の独立社外取締役が

主導すべき委員会として指名・報酬・監査の3委員会が設置されていることが多いが、欧州では「戦略」「サイエンス(研究開発)」「サステナビリティ」関係の委員会も企業特性に応じて併設されていることが多い。欧州主要企業においては、各委員会は独立社外取締役のみで構成されることが多い。すなわち、独立社外取締役はそのスキルに応じて能力を十分に発揮できる委員会に所属することになる。したがって、個々の独立社外取締役の評価は所属する委員会のパフォーマンス評価と連動することとなる。事実、欧州企業のアニュアルレポートを見ると各委員会の活動報告書・評価が記されている。

第5点は、取締役会における独立社外取締役自体の重要な役割の確保という課題である。わが国での議論は、指名・報酬・監査3委員会での委員長を独立社外取締役が占めることが重要であるという機関投資家の指摘が散見されるようになった。さらにエスカレートし、取締役会議長は欧州の大半の主要企業がそうであるように独立社外取締役出身者が就任すべきという意見も出てきた。これは、取締役会の本来の役割を考えれば何ら先鋭的な主張ではない。

前置きが長くなったが、今の特集テーマ「独立社外取締役の新たな役割」は以上の問題意識から生まれた。インタビューと3つの論文から構成されている。

インタビュー「取締役会議長とは何か」は、長年いくつかの企業において独立社外取締役として関わってこられ現在取締役会議長をされている岩田様に対し筆者がロング・インタビュー(15ページ)を行ったものである。

2025年8月現在、指名委員会等設置会社を採

用している会社は96社であり、全上場企業(3,945社)の2.4%にすぎない。そのうち独立社外取締役出身者が取締役会議長を務めている企業は36社である。全上場企業の1%に満たない(0.9%)。これで見ると、日本では指名委員会等設置会社が遅々として進まず、さらに、その中で取締役会議長が独立社外取締役であるケースは37.5%にすぎない。このトレンドが一気に進むべきであるかについては一概に言えず、識者間でも今日においても様々な論争があることは周知のとおりである。

それゆえ、現実に議長として活躍されている方の考えを率直にお聞きすることは、当誌の読者にとっては有益なことと思う。主なトピックスを紹介すると、①指名委員会等設置会社という制度設計のメリット、②議長としての機関投資家との対話経験、③取締役会評価、④議長とCEOの分離のメリットといった事項から、詳細になるが⑤取締役会における議題の選定、⑥取締役会事務局の役割、さらに独立社外取締役自体のサクセッションプランまで言及し、丁寧に説明いただいた。

取締役会議長とは大変な重責であることが認識できた。と同時に、日本の資本市場において岩田様のような独立社外取締役出身の議長がドンドン輩出することが囑望されることも感じた。一独立社外取締役としての期待度は外部からみてスキル・プロフィールである程度把握できるが、議長となった場合、独立社外取締役としての経験値が高いこと(岩田様の場合、社外監査役時代を含めれば10年以上)、投資家への定期的発信(動画配信あるいは統合報告書等におけるメッセージ)および投資家とのコミュニケーションが適切になされることの必要性を感じた。

高山・宮地論文「独立社外取締役の選任と評価

「日本企業における独立社外取締役の選任と評価の現状と課題」では、近年クローズアップされてきた課題、①どのように適切な独立社外取締役候補を選ぶか、②就任後には各独立社外取締役にどのように貢献してもらうか、③そのために個々の個人評価も含めてどのような仕組みを構築するか、について論じている。

このうち③について、とりわけ詳述されている。現状、日本のコーポレートガバナンス・コード(CGコード)において取締役会全体の評価は求められているものの、委員会や個人評価まで実施している企業は限定的であると指摘している。これに対し英国では、CGコードで取締役会全体のみならず、各委員会、個人の評価のすべてが求められているため、コードの対象企業のほとんどが個人評価を実施している。

この説明により、英国企業のアニュアルレポートにおけるコーポレートガバナンスに関する記述が、日本企業の統合報告書に比して格段にページ数が多いことが理解できる。

そして個人評価方法については、自己評価と相互評価があることが説明されている。自己評価とは、文字通り各取締役が自己評価を行うことである。客観性に欠けるものの自らを振り返る機会を定期的に持つことにより、貢献度を向上させる効果的な方法であると記している。

一方、取締役会メンバーで相互評価する方法も紹介されている。相互評価については、実施した企業はわが国においては取締役評価を実施した中では2%程度と少数であるという、ある機関のサーベイ結果を紹介している。その中で、(株)荏原製作所と(株)UACJによる相互評価の先進事例が紹介されており興味深い。

とはいえ、結論として独立社外取締役の評価については、ほとんどの日本企業においては未経験

の分野であり、まず企業は比較的容易な自己評価から始めることが考えられる、と記している。

下田論文「独立社外取締役比率と企業パフォーマンスの関係」では、主に2017～24年度のプライム市場上場会社を対象に、独立社外取締役比率やその増加率を説明変数として、企業パフォーマンスの代理変数(Tobin's QとROA)を目的変数として、その関係を固定効果モデルによって回帰分析を行っている。

2015年に策定されたCGコードは2回の改訂を経て、独立社外取締役の選任比率を上げてきて今日に至っているが、以下のような結果が出ている。独立社外取締役比率は、CGコード改訂前において企業パフォーマンスとの関係が有意に負となっており、独立社外取締役採用によるデメリットが顕著であることが確認されたが、CGコード改訂後にはこの関係の統計的有意性が消失し、そのデメリットがメリットによって相殺されている可能性が示唆された。さらに独立社外取締役の比率の増加は、特に従来、比率が低かった企業において、会計情報上の負担増加を伴うものの、市場評価の向上に寄与することが明らかになった。

また、今後、独立社外取締役の確保が困難になるという課題に対しては、現時点では取締役会全体人数を減少させる方法は、企業パフォーマンスの改善に効果を持たないことも確認された、としている。この結果は興味深い。

松山論文「独立社外取締役の専門性と情報開示—日欧製薬企業の比較分析—」においては、日欧の主要製薬企業12社を対象とし、主要経歴基準によって独立社外取締役の専門性をできる限り可視化して比較検討している。そこでは日欧の相違は、単なる開示の巧拙ではなく、取締役会の構造と独立社外取締役に期待される役割の相違に基づ

いて現れているものと指摘している。

とりわけ興味深い指摘は、1社あたりの取締役数は日欧で11、12人と変わらず、独立社外取締役比率も62、75%と大きな差異はないものの、設置委員会の数が欧州においてより多く、欧州企業は「科学／R&D委員会」や「サステナビリティ委員会」を設置しているケースが多いという調査結果が紹介されている。

企業固有の課題意識に沿い、日本企業に比べて多くの委員会が設置され、取締役会の中心をなす独立社外取締役が主導となって議論が展開されることになると、投資家およびステークホルダーの関心は当然、個々の独立社外取締役が持っている専門性に関心が向くことになる。欧州企業の開示においては、日本における表層的なスキルマトリックスにおける開示とは異なり個人の経歴に関して詳細な開示があり、さらにそれが所属する委員会とのリンケージで示されることにより投資家

が得心する可能性があるという指摘は示唆に富むものである。

さらに当論文では、専門性開示の質的評価比較まで踏み込んで分析している点も興味深い。すなわち、欧州企業では専門性、学位・公的資格、外部活動の質まで詳細に報告されている。「執行・実務実績」の項目について、欧州においては「達成事項、(関わった)具体的なプロジェクトや成果が記載されている」のに対し、日本においては「役職名と在任期間のリスト」情報にとどまっているという指摘は興味深い。情報利用者のニーズを把握すると結局、このような開示が自然であるともいえよう。

以上、今号では、独立社外取締役にに関して様々な角度から特集を組んだ。本誌読者の参考に資すれば幸いである。