

プライム市場時代の取締役会の方向性



岡野靖丈

CONTENTS

- I 東京証券取引所改革の始動
- II プライム市場上場企業における取締役会の方向性
- III 資本コスト経営の推進
- IV サステナビリティ経営の推進
- V 株主との対話
- VI プライム市場上場企業に求められるもの

要約

- 1 日本経済の名目GDPは横ばい状況が続いており、東証1部上場企業においても、1社当たりの時価総額、PBR1倍割れ含め、競争力が高いとはいえない。こうした中、国際競争力のある市場、分かりやすい市場を目指し、東証は2022年4月より現在の市場区分をプライム市場・スタンダード市場・グロース市場に再編する。特に最上位のプライム市場では各種上場基準値も高く、CGコードへの対応についても一段高い水準が求められている。
- 2 取締役会にかかわる機関設計は主流であった監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ徐々にシフトしているが、この形態も日本特有といえる。また、CGコードでは、プライム市場上場企業の独立社外取締役の数は取締役全体の3分の1以上と規定しており、東証1部上場企業の約6割が達成している。一方、米国の巨大IT企業群であるGAFAMや国際金融機関などは、8割超が独立社外取締役で構成されている。それらの多くはCEOなど元C-Suite経験者で占められ、多くの日本企業の取締役会とはかなり雰囲気が異なる。
- 3 東証基準は今後一層の厳格化が予想され、CGコードも徐々に米国・英国型に近づいている。ガバナンスにおいて、日本流が通じない時代に移行している。こうした環境変化に対して、特に最上位のプライム市場上場企業の取締役会の対応が注視されている。

I 東京証券取引所改革の始動

1 東京証券取引所再編とは

2022年4月より東京証券取引所（東証）が運営する東京証券取引所市場第1部（東証1部）・東証2部・JASDAQスタンダード／グロース・マザーズの市場区分が見直される。13年に行われた東証と大阪証券取引所の株式市場統合で、上場企業、投資家らへの影響を考慮し、そのままの市場区分を踏襲したことが背景にある。このことにより、たとえば新興企業向けのJASDAQとマザーズの役割が重複して企業数も多くなり、投資家にとっても分かりづらい面があった。

もう一つは、以前からいわれていたことで

あるが、上場基準に対して維持基準（上場廃止基準）が低いため、いったん上場さえてしまえば企業価値向上に関係なく、その市場に居残り続けることができた。たとえば東証1部に上場する場合、250億円の時価総額が求められるが、維持基準は10億円と極めて低いため、新陳代謝が起こりにくい環境にある。また、東証2部およびマザーズから東証1部に市場変更する場合に求められる時価総額は40億円以上であり、これらの市場を経由して東証1部に変更する企業が多く見られ、東証1部の肥大化の要因にもなっている。

このような課題が今回整理され、三つの区分に再編される。最上位のプライム市場は、企業規模・流動性・ガバナンス面においても

図1 東京証券取引所の新市場区分（2022年1月11日現在）

		プライム市場 (グローバル企業向け)	スタンダード市場 (中堅企業向け)	グロース市場 (成長企業向け)	
現市場から新市場への再編状況	東証1部 (2,185社) →	1,841社 (経過措置296社)	344社	—	
	東証2部 (474社) JASDAQスタンダード (658社) →	—	1,132社	—	
	マザーズ (424社) JASDAQグロース (35社) →	—	1社	459社	
計		1,841社	1,477社	459社	
上場基準概要	流動性	株主数	・新規市場：800人以上 ・上場維持：同上	・新規市場：400人以上 ・上場維持：同上	・新規市場：150人以上 ・上場維持：同上
		流通株式数	・新規市場：20,000単位以上 ・上場維持：同上	・新規市場：2,000単位以上 ・上場維持：同上	・新規市場：1,000単位以上 ・上場維持：同上
		流動株式時価総額	・新規市場：100億円以上 ・上場維持：同上	・新規市場：10億円以上 ・上場維持：同上	・新規市場：5億円以上 ・上場維持：同上
		売買代金or 売買高	・新規市場：時価総額250億円以上 ・上場維持：平均売買代金0.2億円以上	・新規市場：— ・上場維持：月平均10単位以上	・新規市場：— ・上場維持：月平均10単位以上
	ガバナンス	流通株式比率	・新規市場：35%以上 ・上場維持：同上	・新規市場：25%以上 ・上場維持：同上	・新規市場：25%以上 ・上場維持：同上
		CGコード対応	全原則の適用（一段高い水準の内容含む）	全原則の適用	基本原則の適用
	経営状態	収益基盤	・新規市場：最近2年間の利益合計が25億円以上、売上高100億円以上かつ時価総額が1,000億円以上 ・上場維持：—	・新規市場：最近1年間の利益が1億円以上 ・上場維持：—	〈事業計画〉 ・合理的に策定 ・高い成長性に関する主幹事証券会社の見解提出 ・成長性などに関する適切および継続的開示の見込み
		財政状態	・新規市場：純資産50億円以上 ・上場維持：総資産額が正であること	・新規市場：純資産額が正であること ・上場維持：同上	〈時価総額〉 ・新規市場：— ・上場維持：上場10年経過後40億円以上

出所) 東京証券取引所の各種公開情報より作成

国内外の投資家から投資対象として高く評価され得ると位置づけられている。スタンダード市場は中堅企業向け、グロース市場は高い成長性・可能性のある企業向けといった特徴を持っている。図1は新市場区分の内容であるが、この中で最も影響が大きいのが、プライム市場における流通株式時価総額100億円以上であろう。実際、TOPIX（東証株価指数）の銘柄も市場区分と切り離して見直されるが、指数採用銘柄は流通株式時価総額100億円以上の企業が対象となる。100億円未満の銘柄は段階的ウエイト低減銘柄に指定され、25年1月末まで10段階に分けて組み込み入れ比率が下げられ、除外されていく。政策保有株も非流通株式と見なされる。

しかしながら、経過措置として「上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出すれば、基準を満たしていなくてもプライム市場に移行でき、達成期限も特に定められていない。その影響もあり、東証1部2185社のうち、344社を除いた約84%の企業はプライム市場に移行する予定（22年1月11日時点）である。ただし、今後、定期的に再評価されていき、プライム市場に求められるコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード。「コンプライor エクスプレイン」として、遵守するか、または遵守しない場合、その理由を説明する必要がある）のハードルも徐々に米国・英国型に近づいている。海外の主要投資運用会社が時価総額5000億円に届かない企業を投資対象とするケースはあまり多くなく、運用指標として広く採用されているMSCI世界株価指数から除外される東証1部上場企業も少なくない。プライム市場に移行する企業のうち、時価総額5000億円以上は全体の約13%程

度である。ここまで一気に絞られることはないであろうが、今後、基準はさらに厳しくなることが予想される。今回の再編はこれで終了ではなく、始まりと認識すべきである。

2 東京証券取引所の競争力

前述したように、現状の東証は玉石混淆状態という影響もあり、米国や英国の証券取引所と比較すると1社当たり時価総額（中央値）では大きな差が見られる。ニューヨーク証券取引所（以下、NYSE）約3269億円、NASDAQ（Global Select）約1999億円、ロンドン証券取引所（Premium）約1948億円に対しても、東証1部は約446億円である（図2）。PBR1倍割れの企業の比率は上記海外3市場が2割以下であるのに対して、東証1部は5割に迫る状況にある。また、2021年のNYSEの時価総額は約2925兆円、NASDAQは約2576兆円と米国の一人勝ちである（図3）。

実際、30年前は世界の時価総額トップ50に入っている日本企業は30社超であったが、21年末ではトヨタ自動車1社のみであり、逆に米国は34社が入っている。当時は日本の銀行が席巻していたが、現時点では米国のIT企業群であるGAFAMが上位10社以内にすべて入っている。企業の業績と密接に関係する名目GDPについても、日本は10年に中国に追い抜かれ、上昇し続ける米国との差も拡大傾向にある。マネーサプライは伸び続けても、名目GDPはずっと横ばいという状況で推移している。

このような経済を支える企業経営の根幹であるコーポレートガバナンスについても、経済が右肩上がりの米国企業と、日本企業とでは大きな差が見られる。ただし当然、企業の

図2 主要取引所の比較

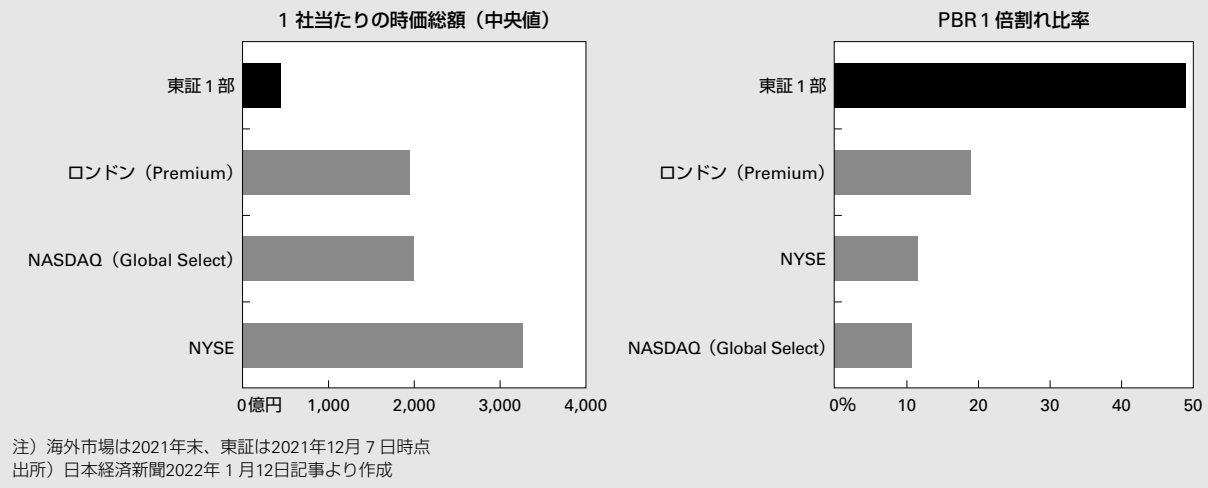
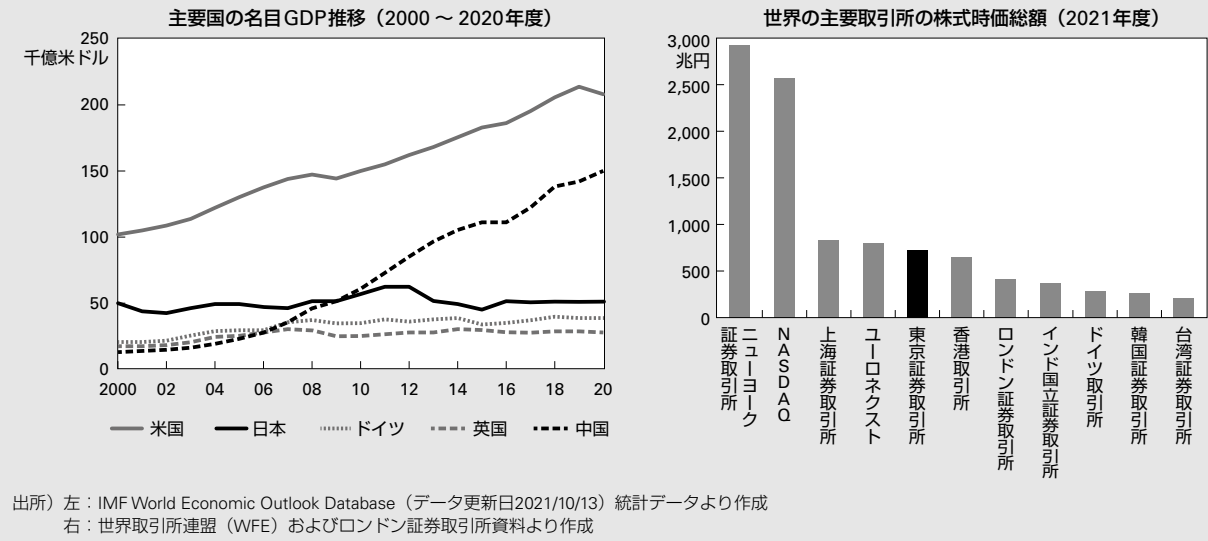


図3 主要取引所の競争力



業績は取締役会における独立社外取締役（独立とは、重要な取引先でないこと、関連会社などの役員でないことなど）の構成比や経営の開示度合いなどと単純な相関関係はない。実際、東証1部上場企業の中で、社外取締役が3分の1以上の企業と3分の1未満の企業ではROE（株主資本当期純利益率）にほとんど差がない。ただし東証1部の売買に

おいて、海外投資家の割合は既に6割を超えている。海外投資家から見たときに透明性に欠けると判断される場合は、少なからず株価に影響する可能性はあろう。いずれにしても、最上位のプライム市場に望んで上場する企業は、グローバル企業としてのガバナンス基準で見られることは避けられない。

II プライム市場上場企業における取締役会の方向性

1 取締役会の機関設計

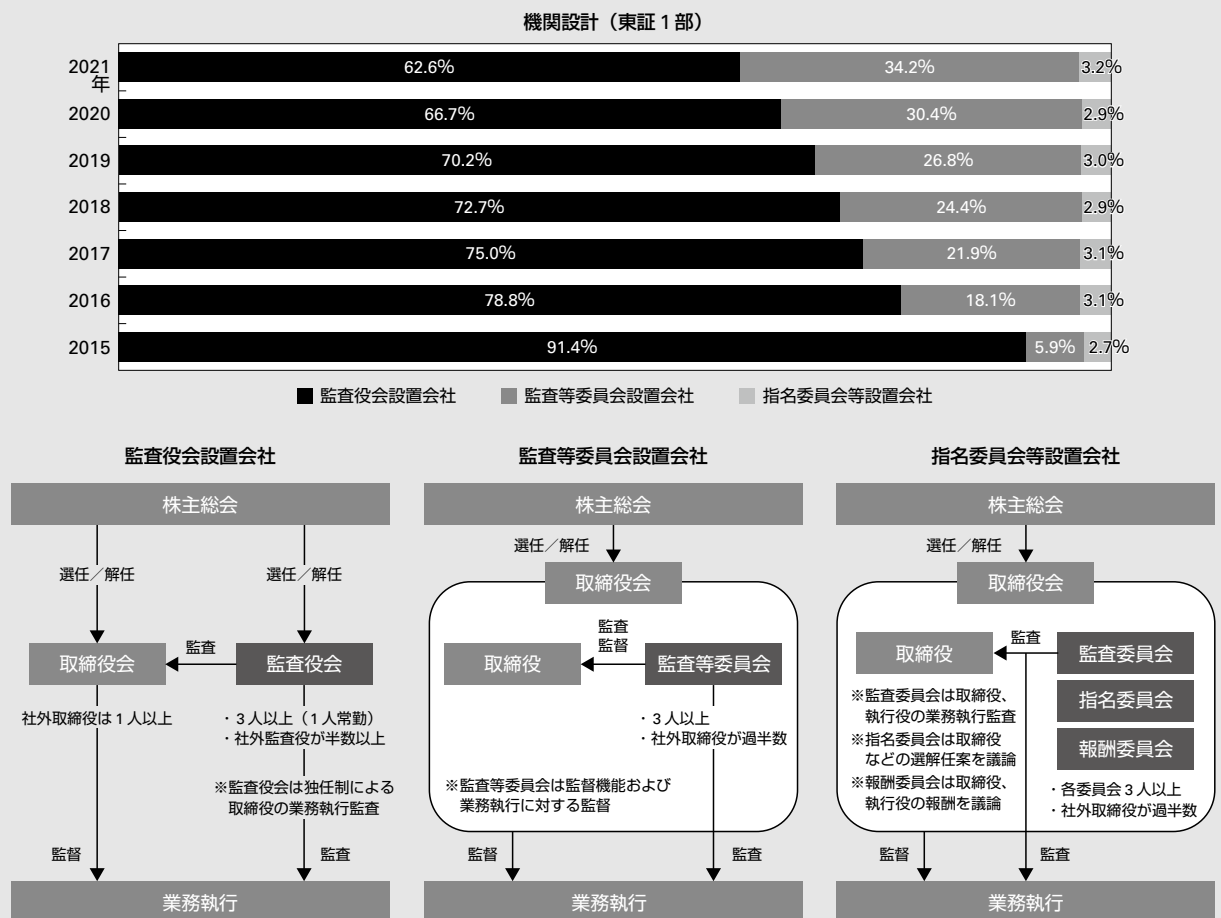
日本の取締役会の機関設計は米国や英国とはかなり異なる。会社法上、日本の公開会社かつ大会社（資本金5億円以上または負債200億円以上）は、図4のとおり、機関設計として、監査役会設置会社、監査等委員会設置会社、または指名委員会等設置会社を選択することになる。

歴史的に長く運用されてきており、現在でも最も多い機関設計である監査役会設置会社は、監査役会を設置し、独任制として経営執

行から離れ、監査役が取締役や会計参与の業務の適法性などを監査する。監査役は常勤を含めた3人以上かつ半数以上は社外監査役で構成しなければならない。2021年会社法改正により社外取締役選任が義務化されたため、3人以上の社外役員を選任する必要がある。監査等委員会設置会社は、取締役会内に監査等委員会を設置し、監査機能とともに取締役の業務執行を監督する機能も有する。監査等委員会の委員は過半数が社外取締役であり、3人以上の取締役で構成される。

図4のとおり、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に変更する企業が増加傾向にある。監査役会設置会社は、議決権のない

図4 東証1部上場企業の機関設計



出所) 日本取締役協会「上場企業のガバナンス調査結果 (2021年8月1日)」より作成

監査役がはたして取締役を厳格に監査できるのかという点が指摘されてきたものの、その変更にはもっと現実的な理由があると思われる。監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に変更する場合、社外監査役をそのまま社外取締役に移行させることが可能で、常駐の社外取締役を設置する義務がない。また、形式上は委員会を設置する形態になり、監査等委員会の社外取締役は代表取締役の選解任の権限を保有することになるため、海外投資家からは監査役会設置会社よりも評価される傾向にある。取締役ならば、内部監査部門などへの指揮命令権も明確である。

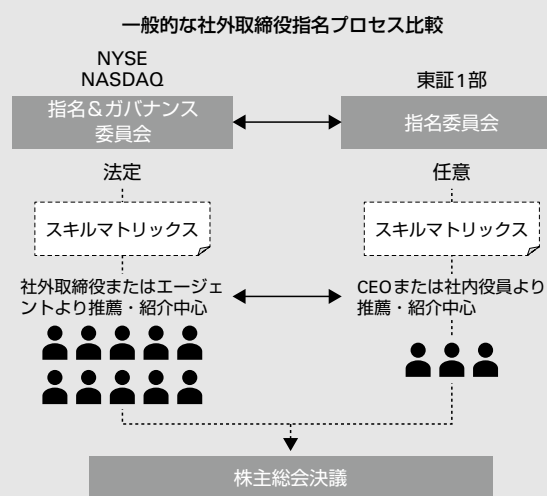
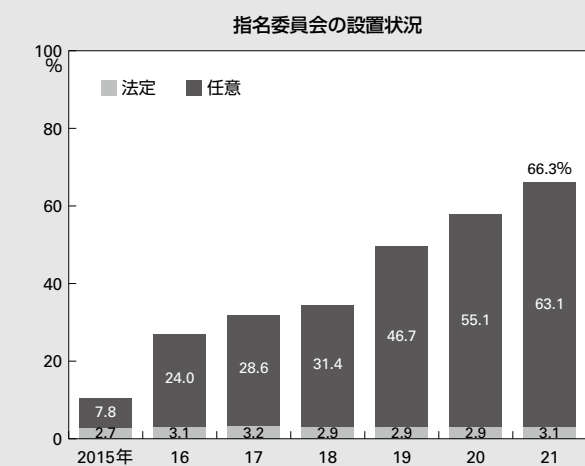
一方、指名委員会等設置会社は、米国や英国の主要企業に見られる企業統治形態に類似しており、取締役会内に指名委員会、報酬委員会および監査委員会を設置し、経営全般を監督する取締役と業務を執行する執行役を分離することが特徴である。各委員会は3人以上で、過半数は社外取締役で構成される。しかしながら、指名委員会等設置会社への移行は全体の3%前後しか進んでいない。日本企業における代表取締役を中心とした取締役の

選任は、終身雇用制の下で従業員がステップを踏んで獲得していく役職であることが多く、その選解任を社外取締役中心に任せることに対する違和感が強いと考えられる。

しかしながら、CGコード補充原則4-10①に指名委員会および報酬委員会設置推奨が規定され、図5のとおり、21年には東証1部の66.3%の企業が指名委員会を設置している。ただし、形態としては任意がほとんどであり、委員全員を社外にする必要性もない。また、形式的には社外取締役を選任するのは株主総会だが、多くの場合、取締役選任議案は経営陣の中で素案がつくられる。これは、監査・監督される取締役などが自らを監査・監督する社外取締役や社外監査役を選任していることに等しい。また、日本の場合、取締役執行役員という役職は多く、取締役会の議決権を保有する取締役執行役員が指名委員会の委員になることについては、違和感を持つ海外投資家も少なくないだろう。

日本企業の意思決定プロセスとして、すべての重要事項を経営会議で決定し、取締役会

図5 指名委員会設置状況



出所) 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」(2021年8月2日)より作成

る。株主利益を重視する経営や顧客・従業員・株主など幅広いステークホルダーを重視する経営、ROEへの対応含め、考え方や経営方針に多様性があることは理解するが、取締役会を機能させる議論の活発化にネガティブな企業経営に対しては、多くの投資家や社会を納得させることはできないであろう。

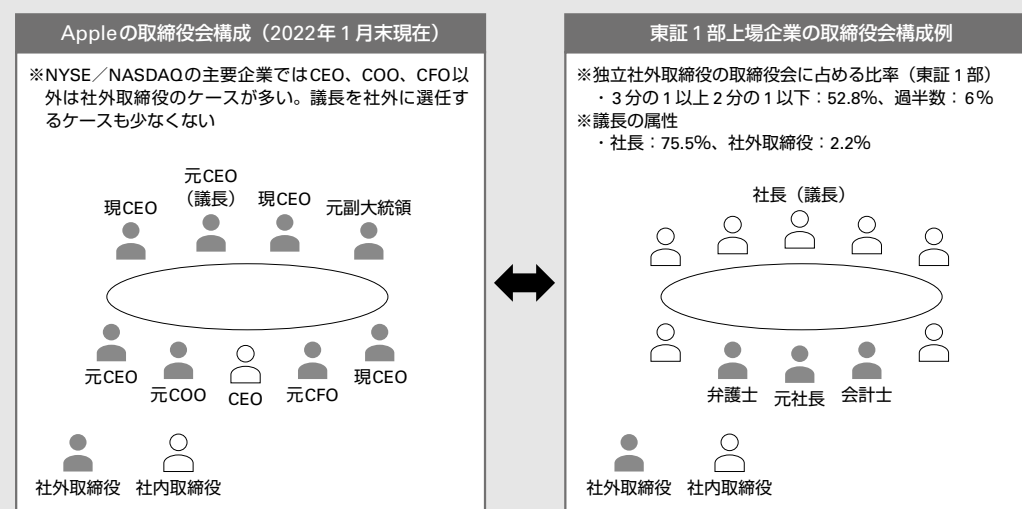
2 取締役会構成 (社外取締役の議論を中心として)

まず、取締役会の構成について、プライム市場に移行する企業は取締役の3分の1以上が社外取締役になるが、NYSEやNASDAQに上場するような企業では、CEO、COOまたはCFO以外は社外取締役といった構成が一般的である。図6は米Appleと東証1部上場企業の取締役会構成を比較したものである。米国や英国の企業では、CEOは取締役会で圧倒的多数の社外取締役を納得させる必要がある。新規事業推進や投資の正当性、競合企業との詳細な比較を踏まえ、統計的・論理的な資料の作成と説明など、客観的に見ても相当

タフな会議になることは想像できるであろう。実際1時間で終わるような取締役会は少ない。業績の悪い企業のCEOにとっては針のむしろのような状況と思われる。

一方、多数派の社内取締役の中にいる数人の社外取締役に説明する状況では、その緊張感はかなり異なると思われる。数の論理は取締役会の実効性という意味で影響は大きいといえよう。また、現在においても代表取締役や社内役員が社外取締役や社外監査役の選定に主導的に関与するケースが少なくない。仮に業績が悪い場合や何か問題が起こった場合、代表取締役と関係のある少数派の社外取締役や社外監査役が、代表取締役に対してどこまで厳しいことをいえるだろうか。そのような関係性の中で、経営がいかに取締役会を機能させられるかが問われている。しかしながら、数は少ないが指名委員会等設置会社を選択している日本企業に、米国型に近いグローバル企業も出てきている。ソニーグループは、グローバルかつ前CEOが海外出身の取締役といった背景もあり、10人の取締役のう

図6 取締役会構成の比較例



出所) 左：Apple Webサイトの取締役関連情報より作成。
右：東京証券取引所「コーポレートガバナンス白書2021」より作成

ちCEOやCFOなどではない7人が社外取締役（議長も社外）で構成されている。

また、社外取締役のバックグラウンドについて、日本では企業経営経験者、弁護士、会計士による構成が多く見られるが、図7のとおり、米国のGAFAMおよび主要金融機関の社外取締役の多くは、CEOなどのC-Suite（経営幹部職）で占められている。JP Morgan Chase社においては社外取締役8人中7人がCEO経験者で構成されている。胃が痛くなるような決断をしてきた多くの経営者の言葉は同じ企業経営をする代表取締役にとっても、参考になることが多いのではなかろうか。さらに、多様性といえども、自社の主要事業に知見や経験のある業界経験者を選任するケースが多い。たとえば、Alphabetの場合、元Amazon・元SalesforceなどのC-Suite、Amazonの場合も、マイクロソフトやHPの出身者が選任されている。金融においても、バンク・

オブ・アメリカはドイツ銀行、ウェルズ・ファーゴではJP Morgan Investment Bankの副CEOがChairmanとして選任されている。また、これらほとんどの企業では複数のCFO経験者が選任されている。さらに金融機関にとってサイバーセキュリティ対応は非常に重要な経営課題であるが、バンク・オブ・アメリカ、ゴールドマン・サックス、ウェルズ・ファーゴはサイバーセキュリティの専門家を社外取締役として迎え入れている。

社外取締役の任期はこれらの米国企業でも10年以上が多く、在任期間の上限に関するルールも特にはない。しかしながら、英国のコードでは9年以上は独立取締役とは見なさず、より厳格な運用が求められている。日本においては、会社法322条第1項で取締役の任期は原則選任後2年以内とし、経営責任・株主信任を短期で得るという意味合いが強い。取締役会議長については、東証1部上場

図7 米国主要金融機関およびGAFAMの取締役会構成

GAFAMの取締役会構成						米国の主要金融機関の取締役会構成					
	Alphabet	Apple	Meta	Amazon	マイクロソフト		JP Morgan Chase	バンク・オブ・アメリカ	Citi	ゴールドマン・サックス	ウェルズ・ファーゴ
取締役数	11	9	10	11	12	取締役数	10	16	15	13	11
議長	社外	社外	社内	社内	社内	議長	社内	社内	社外	社内	社外
社外取締役数	8	8	8	9	11	社外取締役数	9	15	12	11	10
社外取締役比率	73%	89%	80%	82%	92%	社外取締役比率	90%	94%	87%	85%	82%
CEO経験者比率	38%	63%	38%	67%	73%	CEO経験者比率	89%	60%	38%	27%	33%
CFO経験者数	2	2	3	1	2	CFO経験者数	0	4	1	3	2
IT関連業界経験者比率	63%	—	75%	56%	45%	IT関連業界経験者比率	56%	27%	54%	18%	67%
女性取締役比率（取締役全体）	27%	33%	40%	45%	42%	女性取締役比率（取締役全体）	40%	38%	47%	46%	27%
監査委員会（名称略）メンバー：全員社外	3	4	3	3	4	監査委員会（名称略）メンバー：全員社外	3	6	7	5	3
指名委員会（名称略）メンバー：全員社外	2	4	3	3	4	指名委員会（名称略）メンバー：全員社外	3	8	7	9	4
報酬委員会（名称略）メンバー：全員社外	3	3	3	3	4	報酬委員会（名称略）メンバー：全員社外	3	6	6	6	3

出所）各社公開情報より作成

企業では代表取締役が75%超である。米国もMetaやマイクロソフトのように過去Chairman & CEOという形態が多かったが、最近ではAlphabetやAppleのように社外取締役がChairmanを務めるケースが増えている。英国では議長とCEOを兼任するケースは極めて少なく、より厳格な運用を行っている。

3 指名委員会の位置づけ

CGコードの原則4-10①では「独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきである。特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである」としている。図7で挙げた企業を含め、米国・英国企業の指名委員会の多くが「Nominating and Governance Committee」という組織形態である。つまり、①後継者を含めた経営陣および社外取締役の指名、②取締役会の管理・評価、といったガバナンスを目的として運営されている。

(1) 後継者を含めた経営および

社外取締役の指名

後継者の指名・育成については、指名委員

会が執行役員まで含めた詳細な企業人事を決めるわけではない。普段の個々のパフォーマンスに接しているわけではないのでそのようなことを決定するのは無理であり、望まれてもいない。指名委員会で検討されるサクセッションプランは、あくまでもCEOの後継者選定が中心となる。

後継者選択には経営者の想いが働くケースが多いが、独立の立場の社外取締役中心の指名委員会で判断基準、検討状況およびそのプロセス、サクセッションプランの進捗状況などを監督・牽制することは重要と考える。社外取締役は取締役会での質疑応答・意見交換や指名委員会での各種プレゼンテーションなど候補者と多くの接触機会を持つが、その実効性や説得力において懸念点を候補者に示す場合もあるであろう。ある意味、指名委員会のメンバーを納得させる議論ができない候補者でよいのかということはいえるであろう。

社外取締役や社外監査役を選定する場合、図8のようにスキルマトリックスを採用し、開示する企業は増加傾向にあるが、業界や企業の特性上、どういった人材が必要なのかを具体化し、その方針に合わせた選任を進めるべきである。たとえば、グローバル人材を加えたいと考える場合、単に海外経験の有無ではなく、具体的なスキル、他社での経験内容（具体的にどういったグローバルでの経験を望んでいるのか）、経験年数、業界の指定、人物像などを示す必要がある。

日本においても、社外取締役を大幅に増やすことを企業に強く求めるのであれば、元経営者や財務担当、各専門家などの貴重な経験を他社で活かすことを促すような活動を、今以上に国・企業含めて進める必要がある。企

図8 スキルマトリックス事例



業がよりアクセスしやすくなる仕組み（データベースへのアクセスなど）が整備され、数合わせの選任から真に議論できる社外取締役や社外監査役の選任が望まれる。

(2) 取締役会の監督・評価

米国企業や英国企業のNominating and Governance Committeeのもう一つの目的は、取締役会の監督・評価と位置づけられている。NYSEでは、取締役会が機能しているか

どうかをチェックするために、取締役会における実効性の自己評価を上場規則に挙げている。英国やフランスのCGコードでは、自己評価に加えて上場企業に3年ごとに外部機関による客観的な評価を受けることを求めている。取締役会評価の内容については、英国のFRC（The Financial Reporting Council）が評価すべきガイドラインを公表している。

日本のCGコード原則4-11でも「取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである」としている。実際、東証が実施しているアンケート調査（「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書2021」）でも、東証1部および2部上場企業の81.5%（2164社）が自己評価を実施しており、外部評価を活用している企業も約17.4%（377社）に上り、結果を継続的に公開する企業も増加傾向にある。

評価方法は、約7割がアンケート・質問票などで実施しており、インタビュー・ヒアリ

ングなどを採用している企業は1割程度である。図9に検討されるべき取締役会・委員会の評価ポイントとプロセスを示しているが、取締役会や取締役が実効性を発揮しているとは、一言でいうと重要な経営課題について取締役会により議論が活発化し、監督機能が効いている状況だと思われる。それを測るには、取締役会の議事録分析が一つの重要な方法となる。そこには、どのような内容についてどのような議論がなされ、取締役がどのような発言をし、それが企業経営にどう影響しているのかについてのすべてが詰まっている。

よって、取締役会事務局が正確に議事録を取ることは非常に重要であり、その精度によって分析結果も変わってくる。たとえば図10のように、ある取締役会の日にどういった内容が議題に上がり、各取締役・監査役がどの議題にどういった種類の発言をしたのか、単に質問なのか、意見なのか、提案なのか、さらに一言なのか、詳細な意見なのか、といった発言内容を分析することによって、取締役

図9 取締役会・委員会の評価ポイントおよびプロセス

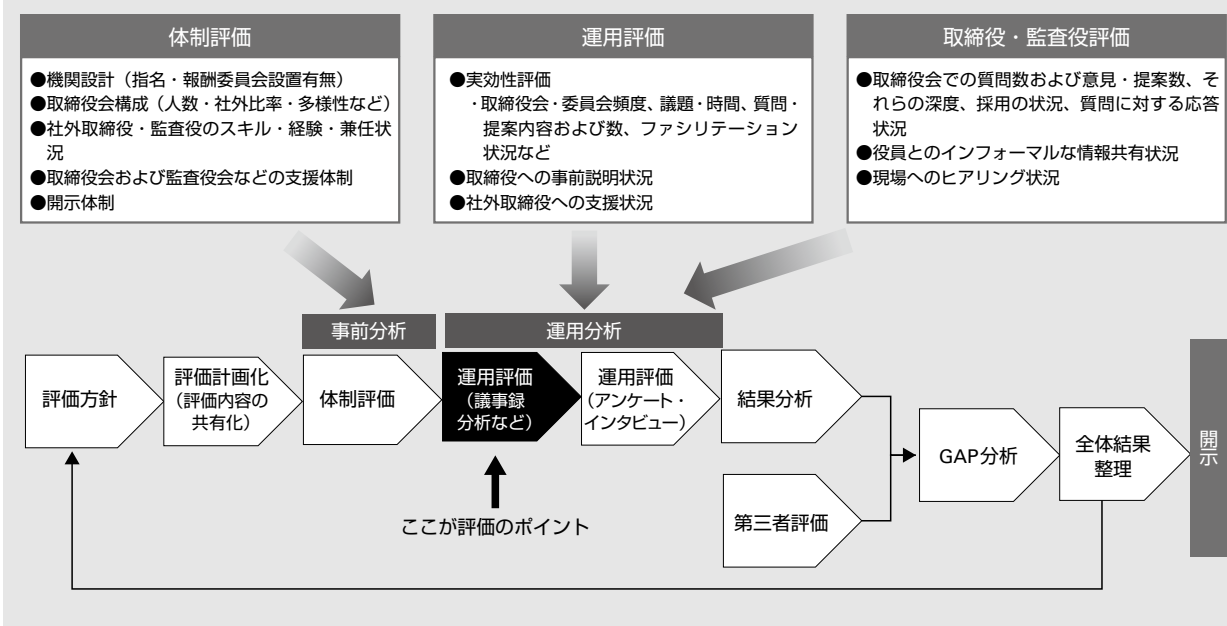


図10 取締役会評価における議事録分析（簡易事例）

評価項目の参考例	
評価項目	評価内容（抜粋版）
機関設計	取締役会は経営と監督の分離を意識した運用か
	独立社外取締役は全体の過半数か
	法定または任意で社外取締役中心の指名・報酬委員会を設置しているか
	経営方針や中期経営計画検討などについて集中的に議論する場を設けているか
取締役関連	代表取締役や社内役員などの紹介ではなく、客観性のあるプロセスで選任されているか
	選任に当たって詳細なスキルマトリックスを策定し、運用しているか
	企業運営にかかわる役職経験者中心にした構成か
	自社の主要業界・事業に関する深い知識or業務経験のある人材を選任しているか
	財務に関する深い知識or業務経験のある人材を選任しているか
	リスク分析に関する深い知識or業務経験のある人材を選任しているか
	選任するに当たって、面談などにより、レベルの高い議論ができる人材であることを確認しているか
	社外取締役および社外監査役が他社の役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめられているか
取締役会運用	開催頻度や審議時間（審議項目数）は適切か
	遅くとも開催日の3日前までに取締役および監査役に審議内容について説明しているか
	議長が社外取締役でない場合には、社外取締役中心の取締役会構成になっているか
	議長は質問など、議論を活発化するように運用されているか（報告会になっていないか）
取締役会の内容	中期経営計画の策定を含めた経営戦略について、取締役会で十分議論されているか
	ROIC・WACCなど資本コストの把握および対応について十分議論されているか
	自社のサステナビリティをめぐる取り組みについて、人的資本・知的財産への投資などの経営資源の配分などについて、十分議論されているか
	後継者人事について、指名委員会を含め、十分議論されているか
	経営陣の報酬について、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定、議論しているか
	コンプライアンスについて、十分議論されているか
取締役会評価	取締役会の実効性について分析・評価を行い、その結果を開示しているか
	取締役会だけでなく、監査役会（監査等委員会・監査委員会）・指名委員会および報酬委員会（法定および任意）を評価する体制を整備しているか
サポート体制	各取締役の評価（議事録分析、インタビュー・アンケートなどにより）を実施する体制を整備しているか
	社外取締役および監査役に、主要業務および重要関係会社の事業および状況を説明できる体制を整備しているか
	社外取締役および社外監査役が必要と考える場合、客観的な目線で助言もしくは作業をサポートできる人材（社内および社外）を会社の費用で設置できる環境を整備しているか
人材	内部監査部門と社外監査役・社外監査役およびサポート人材と十分に連携はされているか
	新たに選任された取締役および監査役への引き継ぎ、トレーニング体制は整備されているか
サステナビリティ	社内のスキル、知的財産の可視化（データベース化）を進め、経営戦略を検討しているか
	経営幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針および手続は整備されているか
株主との対話	地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害などへの危機管理など、サステナビリティをめぐる課題に積極的・能動的に取り組む体制を整備しているか
	政策保有株など、情報開示を積極的に行い、株主との建設的な対話を促進するための体制を整備しているか
	買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、その必要性・合理性に基づき検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に説明する体制を整備しているか

議事録分析簡易版（取締役会開催時の参考例）

第？回 取締役会	所要時間	決裁事項	報告事項	出席数	総発言数
		90分	5	2	10
議題	①・・・				6
	①・・・				23
	・・・				・・・
	質問	応募	意見	提案	計
①経営・事業戦略（投資含む）	11	15	2	1	29
②人事関連	0	3	0	0	3
③財務会計	0	3	0	0	3
④法務・コンプライアンス	0	2	1	0	3
⑤リスク管理	1	2	0	1	4
⑥ガバナンス	0	3	0	0	3
計	12	28	3	2	45

全体



A 取締役

第？回取締役会	質問	応募	意見	提案	計
経営・事業戦略	0	0	1	0	1
人事	0	1	0	0	1
財務会計	0	2	0	0	2
法務・コンプライアンス	0	0	1	0	1
リスク管理	0	0	0	0	0
ガバナンス	0	1	0	0	1
計	0	4	2	0	6

B 社外取締役

第？回取締役会	質問	応募	意見	提案	計
経営・事業戦略	2	3	0	1	6
人事	0	2	0	0	2
財務会計	0	1	0	0	1
法務・コンプライアンス	0	0	0	0	0
リスク管理	0	1	0	0	1
ガバナンス	0	1	0	0	1
計	2	8	0	1	11

C 社外監査役

第？回取締役会	質問	応募	意見	提案	計
経営・事業戦略	0	0	0	0	0
人事	0	0	0	0	0
財務会計	0	0	0	0	0
法務・コンプライアンス	0	2	0	0	2
リスク管理	1	1	0	1	3
ガバナンス	0	1	0	0	1
計	1	4	0	1	6

会の審議状況の全体像や取締役の貢献度が把握できる。質問の質の部分の評価は定量的判断が難しいため、インタビューやアンケートを組み合わせ、カバーする。

また、取締役会評価を実施する企業は増加しているが、監査役会（監査等委員会・監査委員会）や指名委員会・報酬委員会の評価も併せて行っている企業はまだ少ない。本来は取締役会評価プロセスに組み入れることが望まれ、客観性という意味では数年ごとに外部機関を使うことも検討すべきである。特に指名委員会は自分で自分を評価するケースが多いので、客観的な評価を受けることは株主への開示という意味でも重要と考える。

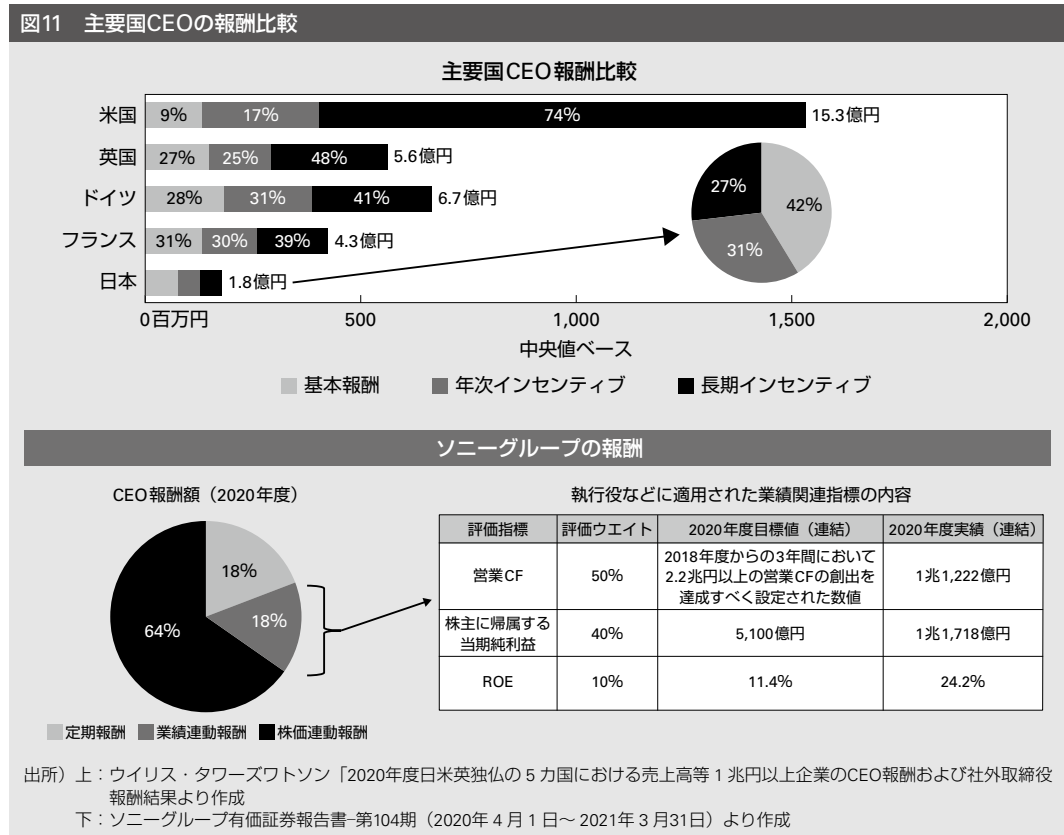
4 報酬委員会の位置づけ

2019年1月に内閣府令が改正され、19年3月期決算から上場企業は役員報酬の決定方

法、業績連動分の算定方法や指標と算出結果などの情報開示が義務づけられた。その後、有価証券報告書への開示が進んでいったが、内容については米国や英国などと比較すると額もさることながらその報酬構成にはまだ大きな差が見られる。

報酬構成は、基本報酬と年次の業績に連動した年次インセンティブ（賞与など）、中長期の業績に連動した中長期インセンティブなどに分けられる。図11のウイリス・タワーズワトソンが21年に発表した20年の日米英独仏5カ国における売上高1兆円以上企業のCEO報酬比較結果によると、全体に対する基本報酬の割合が米国は約1割、英独仏が2割台であるのに対して、日本は4割超だとしている。米国の場合、長期インセンティブ（現物株やストックオプション）の割合が7割超に対して、日本は2割超である。

図11 主要国CEOの報酬比較



CGコードでは、「報酬制度に基づき報酬額を決定し、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との適切な割合を設定すべき」としており、報酬制度評価もこういった内容への対応が求められる。金融庁はWebサイト上で「役員の報酬等」の開示について好事例集を公開している。たとえば、ソニーグループのCEOの報酬額は日本の経営者の中でも上位であるが、株価連動報酬を米国企業並みの64%まで引き上げている。執行役員などの業績連動報酬も目標値を明確にし、営業CF（キャッシュフロー）を50%、当期純利益を40%、ROEを10%といったように、評価ウエイトが分かりやすいよう結果を開示している。特に当期純利益は関係機関に分配した後企業に残った金額であ

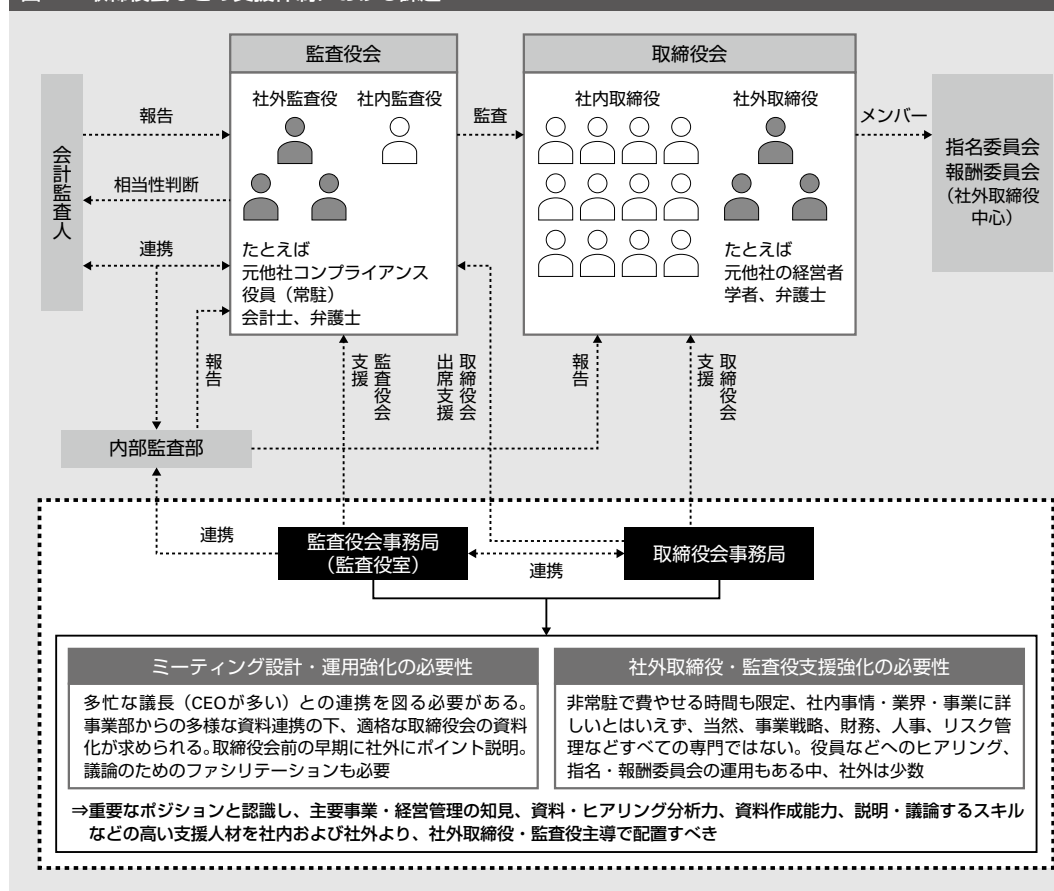
り、営業CF同様に非常に重要な要素である。

GAFAMと同様に社員への自社株を積極的に交付している企業は、株価を従業員含め企業全体で上げようとする姿勢がうかがえる。そのほかにもアステラス製薬は、報酬委員会および取締役会の報酬決定に関する議論の内容まで開示している。プライム市場上場企業は、こういったインセンティブ設計の考え方やパフォーマンス評価の議論含め、海外の投資家にも説明に足り得る自社の報酬制度と結果の開示が求められる。

5 社外取締役および 社外監査役へのサポート体制

現在、上場企業の中には取締役会事務局や監査役会事務局（監査役室など）を設置し、

図12 取締役会などの支援体制における課題



取締役会や監査役会が活発に議論できる体制を整備している企業も少なくない。一方で、そういった組織を設置したとしても、事務的なサポートが中心で、取締役会や各委員会で議論するための支援が十分になされないケースがある。たとえば、取締役会で議論される内容は、中期経営計画の検討、業績分析（子会社含め）、M&A、事業撤退、人材開発からシステム障害多発対応、顧客情報漏洩問題まで多種多様にわたる。現状の社外取締役や社外監査役にとっては経験のない業界や専門外の内容についても議論や承認が求められる。

ここまで見てきた米国企業の取締役会構成のように、全体の8割近くが社外取締役であれば、CEOやCFOといったC-Suite経験者など多様な課題に対応できると思われるが、非常駐である社外取締役が3、4人の企業ならなおさら、多様な内容を分析・議論できるスキルのある社内人材を社外取締役や監査役に就けるべきである。または企業が費用を負担して、社外取締役らが主導的に外部支援者と契約できるような体制を整備すべきである（図12）。

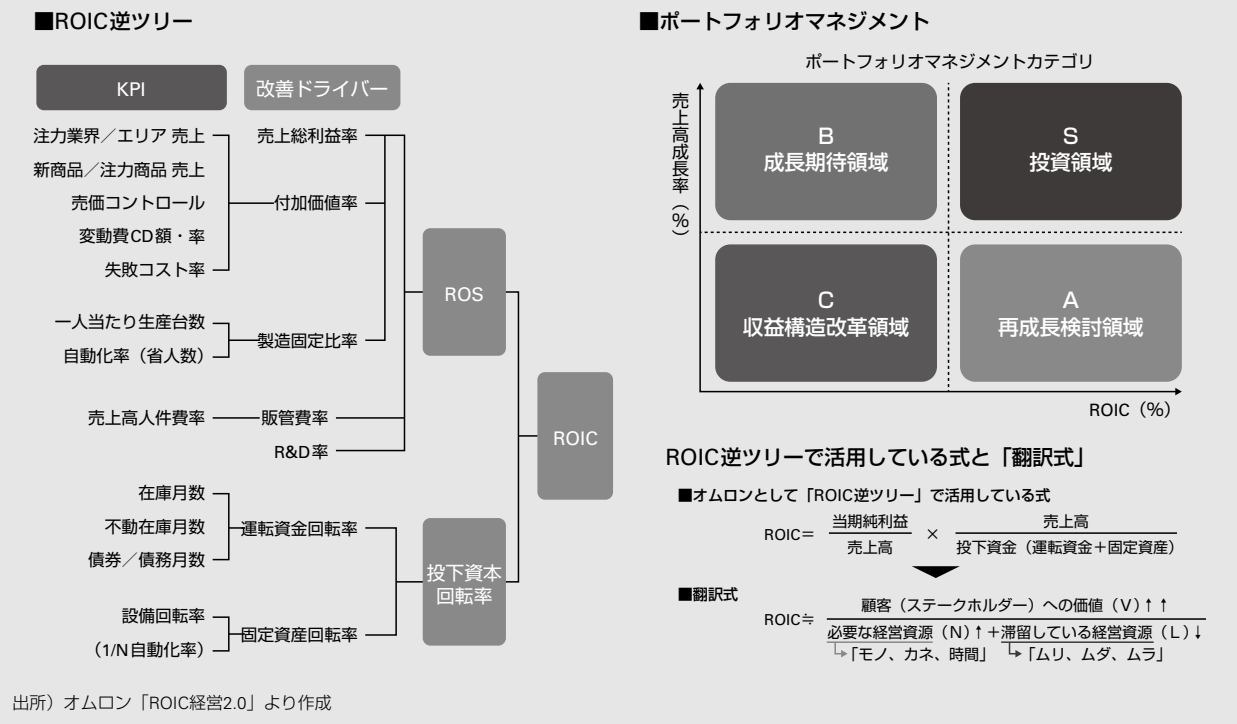
また、取締役会の実効性を上げるには議論のポイントを明確にし、取締役会議長と十分に連携する必要がある。英国のCGコード原則では、日本の取締役会事務局にあたるカンパニー・セクレタリーの責務の重要性を指摘している。取締役会議長の指示の下、非業務執行取締役らとの間で情報を円滑化し、社外取締役らの要求に応じて専門知識の研鑽を補佐することとしている。つまり、取締役会が成功するかどうかのプロセスコーディネーターであり、取締役会において非常に重要な役割になる。監査役会事務局も同様である。

Ⅲ 資本コスト経営の推進

CGコード原則5-2では、経営戦略や経営計画の策定・公表について「自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率などに関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべき」としている。

この資本コストの把握がCGコードで推奨されて以来、多くの企業がROIC（投下資本利益率）とWACC（加重平均資本コスト）などの比較の開示を進めている。ROICは事業投資に対してどれだけ利益を上げることができたか、資本をどれだけ効率的に運用できたのかを表している。WACCは金融機関からの借入や株主からの株式調達費用を加重平均した資本コスト計算式である。東証1部上場企業でWACCは5～6%であり、企業価値向上を証明するには、ROICがWACCを上回っているかどうかポイントとなる。このROIC経営の代表的な日本企業がオムロンである。図13のとおり、オムロンは単にROICとWACCを比較・開示しているのではない。中期経営計画の中で、各事業部がROICを意識して改善活動に結びつけることができるように関連KPIを設定し、それらを改善するためのドライバーに連動させて、最終的にどのようにROICに到達するか逆ツリー思考で社内への浸透を図っている。しかしながら、中長期の成長に必要な投資を進めると分母の投

図13 オムロンのROIC経営



下資金が大きくなり、短期的にROICが悪化する。これを翻訳式として、分母に必要な経営資源と削減すべき無駄な経営資源、分子に顧客への価値を明確にし、ROICで何を達成したいのかをメッセージとして社員に提示している。

また、ROICと売上高成長率により、事業ポートフォリオを投資領域・再成長検討領域・成長期待領域・収益構造改革領域にカテゴリライズし、投資を検討する「ポートフォリオ経営」を推し進めているところが特徴である。日立製作所も、ROIC、WACC、売上高利益率などにより、グローバルに高収益が見込める事業だけに集中し、今後、規模が見込めない場合は一定の利益があったとしても事業を入れ替えるといった選択と集中の経営を進めている。グループ経営を進めている企業

において、好調または好調でない事業や子会社に対して何を基準に企業整理や投資配分を決めるのか、企業経営の根幹部分の開示が求められている。

IV サステナビリティ経営の推進

サステナビリティへの対応については、2021年6月に改訂されたCGコード3-1③で、取り組み内容の開示などを求めている。特にプライム市場上場企業には、気候変動にかかわるリスクおよび収益機会が自社の事業活動や収益などに与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的な開示の枠組みであるTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）などへの対応を求めている。海外投資家による投資が6割を超えるこ

とが予想されるプライム市場では、これらへの対応が不十分な場合、少なからず株価に影響を受けることになるであろう。

前述の米国企業においても、特にウェルズ・ファーゴでは、社外取締役役にケロッグでCSO（Chief Sustainability Officer）であったC-Suiteを社外取締役役に選任し、サステナビリティへの対応を議論するCorporate Responsibility Committeeの議長に充てている。東証1部上場企業においても既にKPIを設定し、定量的な指標を時系列で開示する企業が増えてきている。ここでも金融庁は好事例を紹介している。

たとえば、明治ホールディングスは有価証券報告書の中で、中期経営計画において「ROE×ESG指標目標達成+明治らしい目標達成（健康寿命延伸、たんぱく質摂取量など）=明治ROESG」と独自の経営指標を挙げている。同時に、再生可能エネルギーの強化によるCO₂排出量削減、脱フロン、プラスチック使用料削減などにESG投資枠を設定し、取り組み方法などを開示している。

オムロンも、サステナビリティ推進委員会を設置し、重要課題に対し年度計画を立て、実施・モニタリング・成果状況を取締役に報告している。特に取締役の中長期業績連動報酬における第三者機関の調査に基づくサステナビリティ評価を実施している（2020年S&Pグローバルのサステナビリティアワードで最高評価のゴールドクラス選定）。味の素は、各マテリアリティについて、SDGsとの関連性、経営戦略に与える影響の内容と大きさ、発現の蓋然性・時期、重要性の評価を毎年で報告している。TOTOもサステナビリティ目標としてビジネスに関連する独自の

指標を設定し、計画と実績を開示し、経営戦略とサステナビリティがいかに連動しているかを示している。

このように、この分野については多くの東証1部上場企業が既に対応している。図8のとおり、スキルマトリックスにおいても、みずほフィナンシャルグループや富士フイルムなど、サステナビリティに関するスキル・知見を求めている企業も出てきている。

V 株主との対話

日本においては、CGコードやスチュワードシップ・コードが制定されて以来、多くのアクティビストが日本市場でも活動を活発化している。プライム市場などに上場している限り、アクティビストありきでの経営は不可欠になってきている。アクティビストは「モノ言う株主」と表現されることがあるが、逆に「モノ言わない株主」とは何なのか。少なくとも中長期に一定の株式を保有している株主なら、企業価値向上や株主への利益還元、ガバナンスの透明性など重要な意思決定にモノを言うのは当然ともいえる。

顧客、従業員、ステークホルダーなどバランスを持ったコーポレートガバナンスは重要であるが、本来、株式会社は株主の出資から成り立っており、株主利益の最大化もまた経営の重要な使命である。短期的に高い配当を要求し、成長に向けた中長期的な投資資金まで要求する提案に対しては、論理的に対応すれば一般投資家にも賛同を得られるであろう。しかしながら、曖昧な説明による政策保有株の保有、明らかに保身を目的とした買収防衛策、議論に欠ける取締役会の運営に対し

て株主から提案されるのは当然ともいえる。

そういった意味でも、アカウントビリティ（説明責任）が重要になる。なぜ、その提案に不賛成なのかを、一般の株主が理解できる形で真摯に説明する姿勢が問われている。少なくとも、それに応えられる企業がプライム市場に移行すると認識している。

VI プライム市場上場企業に求められるもの

ここまで見てきたように、プライム市場の時代に移行するにあたり、東証の基準およびCGコードは今後、より厳格化していくことが予想される。すべての経営事項を経営会議で決定し、形式だけの取締役会、数合わせの社外取締役・社外監査役の選任、透明性に欠ける非開示型のコーポレートガバナンスの維持は批判の対象となり得る。日本型経営などといったガバナンス改革を怠る企業には、プライム市場で株価を上げることなどできないであろう。まずは、自社の足元のガバナンス、指名委員会・報酬委員会、監査役会（or 監査等委員会or監査委員会）、取締役会に実効性があるのかを自社内でしっかり評価することが重要である。

そのポイントは、利害関係を抜きに議論できる人材を選任する仕組みを構築し、それを支える人材・プロセスを整備し、取締役会を議論する場として緊張感のあるものにしていく覚悟があるかどうかである。そうした経営の姿勢を市場は見ており、結果が株価にも影響する時代に突入しているといえよう。特に、稼ぐ力を検討・分析・評価・監督する仕組み

の構築・運用について、プライム市場上場企業中心に、取締役会の実効性に期待したい。

参考文献

- 1 日本取引所グループ「市場区分見直しの概要」
<https://www.jpx.co.jp/equities/market-restructure/market-segments/index.html>
- 2 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2021年6月1日）
- 3 日本経済新聞「東証、再編後も欧米遠く」2022年1月12日
- 4 IMF World Economic Outlook Database 統計データ
- 5 世界取引所連盟（WFE）、ロンドン証券取引所資料
- 6 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」（2021年8月1日）
- 7 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」（2021年8月2日）
- 8 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書2021」（2021年3月）
- 9 ウイリス・タワーズワトソンプレスリリース「日米欧CEOおよび社外取締役報酬比較」2020年度調査結果（2021年7月29日）
- 10 ソニーグループ有価証券報告書第104期（2020年4月1日～2021年3月31日）
- 11 オムロン「ROIC経営2.0」2021年度3Q投資家向け説明資料（2022年1月28日）
- 12 金融庁「記述情報の開示の好事例集2021」（2022年2月4日）

著者

岡野靖丈（おかのやすたけ）
野村総合研究所（NRI）金融ガバナンスプラットフォーム企画部上級コンサルタント
専門はコーポレートガバナンス、取締役会評価、事業評価など