

基礎研 レポート

取締役会を刷新する

米国の動向を参考として

金融研究部 主任研究員 江木 聡
(03)3512-1857 segi@nli-research.co.jp

1——納得しなければ人は動かない

企業統治改革がなかなか進まない。改革を推進したい当局は、このたびコーポレートガバナンス・コード（以下、コード）を改定し、政策保有株や後継者計画について更に踏み込んだ内容を盛り込む。しかし、「あるべき論」を書き加えればそれで企業は動くのかという問題は依然として残っている。¹

企業のコードへの対応は、企業規模や株主構成等に応じて個々濃淡がある。とはいえ、全体として形式的遵守にとどまると指摘される背景には、経営の重要事項だけに、経営トップの姿勢があるのだろう。コードは経営トップに対する監督の強化を指向する。つまり、経営の規律付けである。実質的に会社の全権を掌握している日本の経営トップからすれば、コード遵守は自ら権力を制限し、場合によっては経営の自由度を失うことにもなる。多くの経営者が内心では「経営がこのようなコードで良くなるはずがない」と思っているのではないだろうか²。

一連の企業統治改革の目的は企業価値の向上である。言い換えれば、企業が将来キャッシュフローの創出力を向上させることであり、これは経営者の利害とも一致する。規範遵守ではなく実利という点で、実際に企業統治をどのように捉えて取り組めばよいのか、正解やゴールはないものの、日本企業には、競合する海外企業の動向が一つの参考となるだろう。

米国のニューヨーク証券取引所によるコーポレートガバナンスの概括手引「コーポレートガバナン

¹ 納得しない企業は「とりあえずコンプライ」を繰り返す懸念がある（拙稿「コーポレート・ガバナンス報告書のベストプラクティス—“とりあえずコンプライ”を“あとからエクスペレイン”する」参照）。

<http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=53291?site=nli>

² エージェンシー理論を基礎に「経営者は放っておけば自己の効用を最大化するように行動する」と考える経営者性悪説に対し、その原因である「情報の非対称性」「利害の不一致」の解消を具体化したといえるコード原則は日本の経営者マインドに馴染みにくい。とはいえ、経営者の「良心」に依拠するだけでは不祥事を抑止できないことも最近の実例が示している。

ス・ガイド」(以下、NYSE ガイド) の第 1 章は、冒頭、次のような投げ掛けで始まる³。

「あなたの会社が競争優位を保つためには、どのような取締役会が必要か。」

企業統治を競争優位の観点から組織デザインするのか、最低限の対応で済みますか。経営の根幹に関わる仕組みだけに、その違いは企業全体のパフォーマンスに影響すると思われる。本稿では、企業統治改革の検討において言及されることの少なかった米国の考え方や具体事例を参考に、日本企業への示唆を探ってみたい⁴。

2——米国の課題意識

企業統治について、米国の取締役会が検討すべきテーマとして NYSE ガイドがまず挙げるのは、「取締役会構成」である。日本と米国では、企業統治の変遷や現状は異なっているが、取締役会は企業統治の要であり、その「チーム作り」が重要であることに変わりはない。取締役会について、米国における最近の 2 つの課題意識を取り上げたい。

最初に、米国企業の一般的な取締役会を米 S&P500 企業の平均で概観する。取締役会は比較的小規模で平均 11 名ほどの取締役で構成されている⁵。そのうち 9 名は業務執行を行わない独立(社外)取締役が占め、非独立(社内)取締役は 2 名にとどまっている。2 名のうち 1 名は最高経営責任者(CEO)であり、もう 1 名は CEO に準ずる業務執行ポストや創業者であることが多い。米国企業は経営の監督と執行の分離が進んでおり、取締役会が主として経営陣に対する監督を行うことがメンバーの構成にも反映されている⁶。

さて、米国の取締役会で大半を占める独立取締役は、他社の元 CEO あるいは現職の CEO であるケースが典型的である⁷。経営者の経験は、監督機能の発揮に資するため重視される。企業・経営陣からの独立性が重要であるため、競合企業やその関連事業に関与しない人物が前提となるが、その中で豊富な業界知識を持つ人物を見つけることは難しい。結果として、独立取締役はいわゆるゼネラリストが

³ <https://www.nyse.com/cgguide>

⁴ 米国は株主資本主義が支配的であるとして、産業界が検討時の参照すべきモデルから除外を希望したといわれる。

⁵ “2017 Spencer Stuart U.S. Board Index ” Comparative Board Data

⁶ 取引所自主規制とはいえ SEC により実質的に強制されているニューヨーク証券取引所の NYSE listed Company Manual の Section 3 が、上場会社の取締役会に対し過半数の独立取締役を要求し(303A.01)、指名委員会(303A.04)、報酬委員会(303A.05)、監査委員会(303A.07)の各委員会について独立取締役のみで構成するよう要求している。

http://wallstreet.cch.com/LCMTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_4&manual=%2F%2Fsections%2F%2Fsections%2F

この監査委員会の要件は、連邦法でも、粉飾不祥事を受けて 2002 年に制定されたサーベンス・オクスリー法が強制する。

<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/html/PLAW-107publ204.htm>

以上を最低限の水準として、更に投資家の取締役に対する独立性の奨励によって、現在の取締役会の構成に至っている。

⁷ 注 5 に同じ。新任独立取締役の属性は、CEO クラスが 36% で最も高く、これに次ぐ執行(マネジメント)トップ層が 24% で続く。学者・非営利組織出身(官僚含む)は 5%、弁護士に至っては 2% に過ぎない。

多くなる傾向にある。独立取締役は、ほとんどが非常勤である上に、就任した会社の事業や業界について必ずしも十分に知識がないため、能力を最大限発揮できないことも少なくないとの指摘もある⁸。米国の課題意識の一つは、取締役の独立性を問うあまり、取締役会の実効性を犠牲にしているのではないかという点である。

米国の取締役会は、経営者の指名・報酬、監査といった監督を主体とする一方で、事業環境の変化と投資家の要求に対応する必然として、戦略の議論において有意義な貢献がますます求められるようになってきている⁹。取締役会によっては、例えば IT の専門性や海外新興マーケットの経験が必須となるかもしれない。

その一方で、米 S&P500 企業の独立取締役は、平均年齢が 63.1 歳と高く、かつ就任期間も平均 8.2 年と長い。さらに、独立取締役の平均年齢は、ここ 10 年で 61.0 歳（2007 年）から 63.1 歳へ着実に伸びている¹⁰。高齢化に伴い取締役会の「頭が固くなる（entrenched）」懸念もある。このような流れで、米国では「取締役会の刷新（board refreshment）」が企業統治のキーワードとなっているため¹¹、投資家だけでなく取締役自身にも刷新は定期的に必要なという意識が高まっている¹²。これがもう一つの課題意識である。

実際、多くの米国上場企業は、取締役に対し就任期間上限と定年年齢を設定している。これらは取締役会の刷新が意識される文脈では刷新を促すツールという見方もある¹³。しかし、期間の上限は P&G で 18 年、GE で 15 年であり、定年もほとんどすべての米 S&P500 企業が 72 歳以上に設定しているなど、まさに上限の設定であり、取締役会を刷新する最低条件とはなっても、積極的に刷新を促す効果は限定的だろう。刷新に活用する仕組みは、主として年次の取締役会評価である¹⁴。

⁸ リチャード D. パーソンズ、マーク A. フェイゲン「4つの視点でイノベーションの源泉を探る 最高の取締役会のつくり方」ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー2016年3月号

⁹ 注3に同じ。

¹⁰ 注5に同じ。尚、CEOの平均年齢は57.4歳。

¹¹ “WHAT DIRECTORS THINK 2017 Spencer Stuart Survey” NYSE Governance Service

https://www.spencerstuart.com/-/media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/what-directors-think-2017_22-mar2017.pdf?la=en&hash=9243EB4ADB8E4A2A8539F6CA3CD626CDA23664E4

¹² 「定期的に取締役会を刷新することはどの程度重要か？」との質問に対し、極めて重要 16%、重要 51%を合わせて 2/3 の回答者(取締役)が重要であると回答（ある程度重要 26%、あまり重要でない 6%）。“WHAT DIRECTORS THINK 2014 Spencer Stuart Survey” NYSE Governance Service, Q7 参照。

https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/What_Directors_Think_2014.pdf

¹³ 注3に同じ。取締役の任期は通常、日本と同じ1年。

¹⁴ 注3に同じ。「取締役会の刷新を促すツールとして何が有効と考えるか？」との質問に対し、回答は取締役会評価 85%、年齢上限 49%、任期上限 25%。

3—取締役会評価の活用

取締役会評価は、取締役会の実効性を評価してその改善につなげる取組みである。米国の実務では、取締役会全体の実効性だけでなく、取締役個人の貢献度も評価の対象としている¹⁵。個人については、機能発揮が芳しくない、あるいは、その取締役個人のスキルセットがもはや会社のビジネス戦略にうまく適合していない、という見極めを行うことになる。米国では日本のように取締役会評価の結果を、概要とはいえ開示する規律はない。また、実態としては、ある取締役が会社に貢献していないという理由で独立取締役の「入れ替え」を行うことは、米国でもさすがに容易ではなさそうである¹⁶。

日本では、取締役会評価はコードによって導入され、ここまで3年の経験を経てようやく、取締役会の実効性を表明するための手続から、実効性向上に向けた課題を抽出する手続に移行しつつある。コードは、「取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである」（補充原則4-11③）として、直接には取締役会全体を評価対象としているが、個人の自己評価まで視野に入れている。

しかし、貢献度の低い取締役個人を抽出したからといって、社外取締役の人材難という日本の現実に照らせば、有効な「入れ替え」は米国以上に簡単ではないであろう。実際に、日本の取締役会評価は、既存の取締役会メンバーを前提として、取締役会の運営面の改善に焦点を当てた活用が主流となっている。その中でも、日立製作所のように、取締役会の構成や貢献まで評価しているケースも出てきている¹⁷。取締役会の実効性向上の起点が、メンバー構成にあることに議論の余地はない。世界でたたく日本企業において、今後、評価の対象が現状の取締役会全体から取締役個人にまで広がるようになれば、日本でも取締役会の刷新を後押しするだろう¹⁸。

4—「スキルマトリックス」の活用

取締役会の実効性を上げる起点はメンバー構成にあるので、そのチーム編成を考えることが重要になる。米国をはじめとした海外企業では、自社の取締役に必要な素養や経験を識別し、これらと取締役会メンバーを両軸とした「スキルマトリックス」を実効性向上のツールに利用している。日本でも、経済産業省が策定した「コーポレートガバナンス・システム・ガイドライン」が、経営陣・取締役の

¹⁵ NYSE listed Company Manual の Section 3 が、取締役会 (303A.09)、指名委員会 (303A.04)、報酬委員会 (303A.05)、監査委員会 (303A.07) が自己評価を規定する。文言上、評価の対象として個人を明記はしていない (注 6 参照)。

¹⁶ 米経営コンサルタント会社 RHR international と NYSE Governance Service が約 300 人の取締役を対象に行ったアンケート調査による。59%の取締役自身が「米国の取締役会は全体として、(企業) 価値に貢献していない取締役を入れ替えできていない」と回答している。<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/Making a Great Board RHR White Paper.pdf> 末尾 “Other key takeaways” 第 2 パラグラフ参照。

¹⁷ <http://www2.tse.or.jp/disc/65010/140120170524482338.pdf>

¹⁸ 第 16 回両コードのフォローアップ会議 (2018 年 3 月 13 日開催) においても、専門家から日本でも実効性向上のために取締役会評価では取締役個人の評価を行うべきとの発言があった。

指名プロセスの一方策として紹介している（図表1）。同ガイドラインでは、取締役の指名に際し、「取締役会に求める役割と、その実現のために必要な資質・メンバー 構成について、取締役の指名指針を策定する際に検討することが有益である」とされている。

図表1 スキルマトリックスのイメージ

<参考：企業の取組例>

- 取締役会に必要な資質を表にまとめ、どの取締役がどの資質を備えているかという表を作成して、取締役の指名において足りない資質等を検討している取組例
(取締役に求める資質とそれを満たす取締役の検討方法の例)

資質 取締役	経営全般	業界知識	国際的経験	営業 販売	技術 研究開発	ICT	行政経験	法務	財務 会計
A	●	●	●						
B	●	●		●					
C		●			●				
D			●					●	
E			●				●		
F	●					●			
G									●

(A から D まで：社内取締役、E から G まで：社外取締役)

出所：経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2017年3月31日）P.27

取締役会に求める機能が何であれ、取締役会のメンバー構成がまず自社のビジネスに従うということに日本の経営トップも異論はないだろう。スキルマトリックスの作成が促すのは、足元だけではなくこれからの事業機会とリスクの抽出、これに沿った自社のビジネス戦略に必要な専門性、資格や経験の特定である。結果的に、現状のメンバーでは何が足らなくなるのかが浮き彫りになる。

実務上は、現任取締役の退任に際して、単発の補充として考えるのではなく、また外部招聘か内部昇格かを問わず、取締役会全体の将来像をイメージして組み立てることが重要となる。「全体と将来」を見据えたスキルマトリックスを準備しておけば、現任者の退任時期をにらんで周到に準備ができる。併せて（任意の）委員会がある場合は、その委員長にふさわしいスキルや経験も考慮しておくことが望ましい。

実際に、米国の小売大手ウォルマートの取締役会を見てみよう（図表2）。取締役会は11名の取締役からなる。CEO（Dug McMillon氏）以外にグループの会長（Greg Penner氏）や創業者Walton一族が入っているため、独立取締役は7名にとどまる。スキルマトリックスの構成を見ると、スキルや経験のカテゴリーとして「戦略（strategy）」に重きを置いているのがわかる。小売（retail）業界や海外向けビジネスの経験とともに、小売でも現在は事業展開に必須のITやe-コマースの資格や経験を有する取締役が半数近くを占めている。「規模の経済」を追求する当社のエブリデイ・ロープライス戦略（コスト戦略）はITあればこそであり、まさに戦略が取締役会構成に反映されている。

また、ウォルマート社は、このマトリックスを見れば、取締役会が経営陣に対する実効的な監督と戦略上のアドバイスに適した構成だとわかると説明する。実際に、上から4名はガバナンス要素を、それ以外の7名は戦略要素を主に取締役会にもたらしている。注目すべきは、ウォルマート社がこのスキルと経験のマトリックス軸を、取締役会のサクセションプランの一部でもあると主張している点である。取締役会構成を「全体と将来」の視点で考える姿勢が明確だ。CEOのサクセションプランをようやく真剣に検討し始めた日本で、取締役会のサクセションプランという発想を持っている会社が果たしてどれほどあるだろうか。

図表2：ウォルマート社のスキルマトリックス

Director	Leadership	Strategy				Governance	
	Senior Leadership	Retail	Global or International Business	Technology or e-commerce	Marketing or Brand Management	Finance, Accounting, or Financial Reporting	Regulatory or Legal
Jim Cash	●		●	●		●	
Tim Flynn	●		●			●	●
Carla Harris	●		●			●	●
Tom Horton	●		●			●	●
Marissa Mayer	●		●	●	●		
Doug McMillon	●	●	●	●			
Greg Penner	●	●	●	●		●	
Steve Reinemund	●		●		●		
Kevin Systrom	●		●	●	●		
Rob Walton	●	●	●				●
Steuart Walton		●	●				●
TOTAL	10	4	11	5	3	5	5

出所：Walmart Proxy Statement, “Notice of 2017 Shareholders’ Meeting” P.14

CPU の世界トップメーカー、インテルの取締役会も、11 名の取締役で構成される（図表 3）。CEO（Krzanich 氏）と内部昇進の取締役会議長（Bryant 氏）以外は独立取締役である。同社はマトリックスの縦軸にあるスキルや経験が取締役会になぜ必要なのかについて開示している。例えば、中ほどにある、部品メーカーながらブランドマーケティングの素養を求める理由を、CPU のブランドと製品に対するユーザーの認知、更には評判を維持向上させるためであるとする。これは PC ユーザーの購買行動に即して業績に直結する要素といえる。インテルのように、スキルマトリックスの提示に際して、求めるスキルや経験の合理性を一つひとつ丁寧に説明する姿勢は、投資家との対話という点でもプラスの効果を及ぼすだろう。

図表 3：インテル社のスキルマトリックス

Director Skills Matrix		Barshesky	Bhusri	Bryant	Hundt	Ishrak	Krzanich	Liu	Pottruck	Smith	Yeary	Yoffie
Senior leadership experience			●	●		●	●		●			
Public company board experience		●	●	●	●	●	●		●		●	●
Business development and M&A expertise			●		●	●				●	●	
Financial expertise			●						●	●	●	
Independent Director		●	●		●	●		●	●	●	●	●
Industry and IT/Technical expertise			●	●	●		●	●				●
Operational and Manufacturing expertise				●		●	●			●		
Brand marketing expertise						●			●			
Government expertise		●			●							
Global/International expertise		●		●	●	●	●			●		●
Legal/Regulatory expertise		●			●							

出所：Intel Proxy Statement, “Notice of 2017 Annual Virtual Shareholders’ Meeting” P.17

GE は、株主総会招集通知の中で「取締役会構成と刷新」をテーマに掲げて詳細を開示する¹⁹。GE は取締役会構成の基本方針を定めており、それは「GE に関連する事業領域の専門性を有する経験豊かな取締役会を作る」というものだ（図表 4）。取締役会の刷新を、取締役の任期上限、引退年齢および年次の取締役会評価を通じて行っていることがわかる（図表 5）。直近では、CEO 交代の余波もありメンバーは大幅な入れ替えとなっているが、取締役会の刷新に対する高い課題意識の下、全体の考え方とここ数年の対応についてステークホルダーとも共有していることがわかる。

¹⁹ GE が米国でも突出して詳細な開示を行う理由を日本人 OB に尋ねたところ、「世界一の会社は、開示も世界一になるという考え方なのだ」という回答であった。

図表4：GEの「取締役会構成と刷新」①

DIVERSITY OF EXPERIENCE

GE POLICY:

create an experienced board with expertise in areas relevant to GE

75%

INDUSTRY & OPERATIONS



9/12 directors

67%

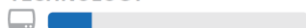
INVESTOR



8/12 directors

17%

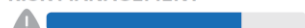
TECHNOLOGY



2/12 directors

75%

RISK MANAGEMENT



9/12 directors

92%

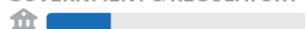
FINANCE & ACCOUNTING



11/12 directors

25%

GOVERNMENT & REGULATORY



3/12 directors

出所：GE “ Notice of 2018 Annual Meeting &

Proxy Statement” P.2

図表5：GEの「取締役会構成と刷新」②

SIGNIFICANT BOARD REFRESHMENT SINCE 2016 ANNUAL MEETING

Term Limits + Retirement Age + Annual Board evaluation

7

new directors

11

retired directors

over last 2 years

JOINING THE BOARD SINCE THE 2017 ANNUAL MEETING

- + 2017: Flannery, Garden
- + 2018: Culp, Horton, Seidman



RETIRING FROM BOARD

- 2017: Immelt, Lane, McAdam
- 2018: Dekkers, Henry, Hockfield, Jung, Lazarus, Mollenkopf, Rohr, Schapiro

出所：GE “ Notice of 2018 Annual Meeting &

Proxy Statement” P.2

5—日本の取締役会への示唆

ここまで、米国の取締役会の実効性について、取締役会構成の面から最近の動向と具体事例を確認し、日本企業の実効性への示唆を探ってきた。米国の取締役会は監督が主体であり、日本の取締役会は会社法の要請もあって業務執行の決定に力点を置いている。その違いはあっても、両者は互いに世界で戦っており、いずれの取締役会にも相手に対して競争優位に立つための貢献が問われている。執行を軸とするならば、日本企業の実効性には、なおさら事業戦略上の攻めと守りの貢献が求められるといえる。

コードに対する経営層の思いは別にして、少なくとも2名の社外取締役を入れて報酬を支払うのであれば、規範遵守や権威付けのためだけではなく、実利の観点から、事業戦略上の貢献を人選の要素として更に考慮すべきではないか。そうすることによって、取締役会が自然と「真剣に議論をする場」に変わっていき、結果として、本当の意味で取締役会の実効性を高めることができると思われる。日本企業もそろそろ取締役会の全体と将来を見渡し、競争優位の観点から取締役会の組織デザインに着手する時期ではないだろうか。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。