

2019年2月1日 全7頁

CG 報告書に見る取締役会の実効性評価

TOPIX100 の企業における取締役会の実効性評価の概観

政策調査部 主任研究員 鈴木裕
調査本部 小林若葉

[要約]

- コーポレートガバナンス・コードは、上場会社にとり取締役会の実効性評価を毎年行い、その結果を開示することを求めている。現在は、上場会社の8割以上が取締役会の実効性評価を行っており、定着した取り組みとなっているように見える。
- 本レポートでは、TOPIX100 構成銘柄における取締役会の実効性評価について、取り組み状況を整理した。
- 開示の情報量（字数）は、少ないところでは200字に満たないところもあれば、数ページに及ぶところもある。開示内容は、コードが求める最低限の記載にとどまる例もあるが、他方で充実した厚みのある情報を開示する取り組みも進んでいる。

コーポレートガバナンス・コードが定める取締役会の実効性評価

2018年6月に最初の改訂を行ったコーポレートガバナンス・コードには、基本原則、原則、補充原則が、合わせて78項目あるが、上場会社であれば実施していないことが想定できないものも多い。また、何らかの方針等の策定・開示が求められる場合でも、一度しっかりと作っておけば、それ以後は状況が多少変化しても簡単な見直しで済むものがほとんどだ。たとえば関連当事者間の取引の承認等の手続の枠組み（原則1-7）、独立社外取締役の独立性判断基準（原則4-9）などは一度策定すれば、当分の間書き換える必要はないだろう。

他方、毎年何らかの取り組みが求められる項目もある。政策保有株式の検証とその結果開示（原則1-4）や、「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」（補充原則4-11③）との取り組みは、毎年行わなければ、コードに対応したことになる。2018年6月の改訂では、原則1-4の書きぶりにはかなり大きな変更があったが、補充原則4-11③は改訂がなかった。上場会社としては従来通りの対応を進めていくことになるにせよ、他社がどのように開示しているかは、自社の取り組みの改善を検討する際に参考にできるはずだ。本稿では、TOPIX100 構成銘柄のコーポレート・ガバナンス報告書の補充原則4-11③における記載の内容をレビューする。

図表 1 コーポレートガバナンス・コード 補充原則

4-11③ 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。

何が求められているか

コーポレートガバナンス・コードが2015年に策定されてからすでに4年目に入り、取締役会の実効性評価の実務もかなり定着しているが、当初は相当な戸惑いが上場会社にはあったようだ。初回のコーポレート・ガバナンス報告書は、2015年12月末までに一応各上場会社から提出されたのだが、補充原則4-11③は、実施せずにエクスペインを行った率が63.6%と最も高い項目であった¹。実施していたのは、36.4%にすぎなかったということだ。しかし、その後上場会社の取り組みが急速に進み、2018年12月末では、実施率は82.5%にまで上がった²。

補充原則4-11③は、主語を「取締役会」として、「取締役会全体の実効性」に関して「分析・評価」を行うことと「結果の概要を開示」することを求めている。評価手法については、「各取締役の自己評価なども参考にしつつ」としているが、この趣旨は、「各取締役が自分自身および取締役会全体についての評価を行うことが、その議論の出発点になると考えられるため、本補充原則において、少なくとも自己評価という形で各取締役の評価の実施を求めている。」³とこのことである。したがって、何らかの形で自己評価することは、議論の出発点となる対応だと考えるべきであろう。自己評価を行うこと以外の評価方法や開示内容については各社の合理的な判断に委ねられている。それだけに、各社の対応は様々であり、コーポレート・ガバナンス報告書の記載も、分量や内容に相当な違いがある。

2018年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂では、補充原則4-11③に変更はなかったのだが、改訂の検討中は様々な意見が出されていた⁴。「評価の実施に際しては、企業の置かれた状況に応じ、様々な取組みが考えられるが、取締役会メンバー一人一人による率直な評価がまずもって重要となると考えられる。」との意見は、コードでいう「各取締役の自己評価」を収集する過程で、率直な評価を引き出すための仕組みを作ることの重要性を指摘したものであろう。顔見知り同士で評価をしては互いに遠慮が働き、真意を覆い隠してしまうかもしれない。そのため、「評価の独立性・客観性をより高める観点から外部の眼も入れた評価を行う。」ことが例示されている。また、「取締役会の構成や運営状況等の実効性について、適切に評価を行うことが期待される。」との意見もあり、そのための追加的な取り組みとして、「任意の委員会も

¹ 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2015年12月末時点）」（2016年1月20日）<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/20160120-1.pdf>

² 株式会社東京証券取引所「改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2018年12末日時点）速報版」（2019年1月28日）<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20190128/01.pdf>

³ 油布志行、渡邊浩司、高田洋輔、浜田宰『『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔IV・完〕』旬刊商事法務No. 2065、商事法務研究会、2015年、pp. 46-56

⁴ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議「意見書（2）」（平成28年2月18日）https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_2.pdf

含め、取締役会に設置された各委員会の運営状況等も評価の対象とする。」との例も挙げられている。コードでいう「取締役会全体の実効性」だけでなく、取締役会の中に設けられる各種の委員会も評価対象にすべきとの見方が出されていたということだ。

このように、コードの内容を超えた取り組みを期待する声がすでに上がっている。そのような期待に応えるためか、上場会社がコーポレート・ガバナンス報告書で開示する取締役会実効性評価の内容も様々だ。

TOPIX100 銘柄に見る取締役会実効性評価

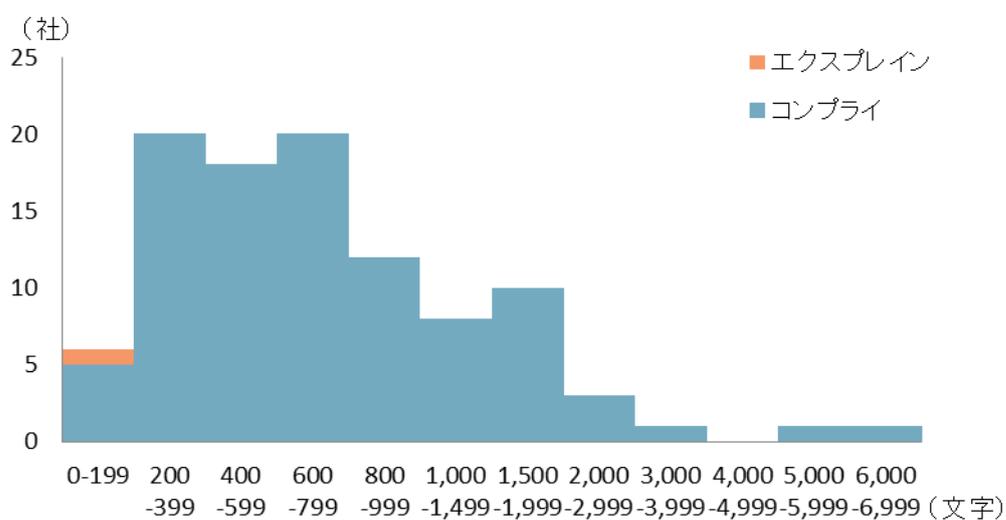
本節では、TOPIX100 を構成する上場会社のコーポレート・ガバナンス報告書における取締役会の実効性評価に関する開示状況を概観する。100 社のうち、取締役会の実効性評価を未実施であるのは、1 社のみで、コンプライ率は高い。

TOPIX100 は、東京証券取引所市場第一部に上場する内国普通株式のうち、特に大型株を中心とした銘柄からなる指数であり、世界的にも知名度の高い銘柄で構成されている。かなりの大企業ばかりであるから、上場会社の平均的な状況というよりは、先進的で充実した取り組みを見せるサンプルになっているであろうと考えられる。

① 開示情報の量

補充原則 4-11③が定める開示事項は「結果の概要」であるから、取締役会が効果的に機能している、という意味の短い記述でも足りるだろうが、TOPIX100 の上場会社では、800 字程度以下でまとめている会社が多い。

図表 2 取締役会実効性評価における開示情報量（字数）の分布

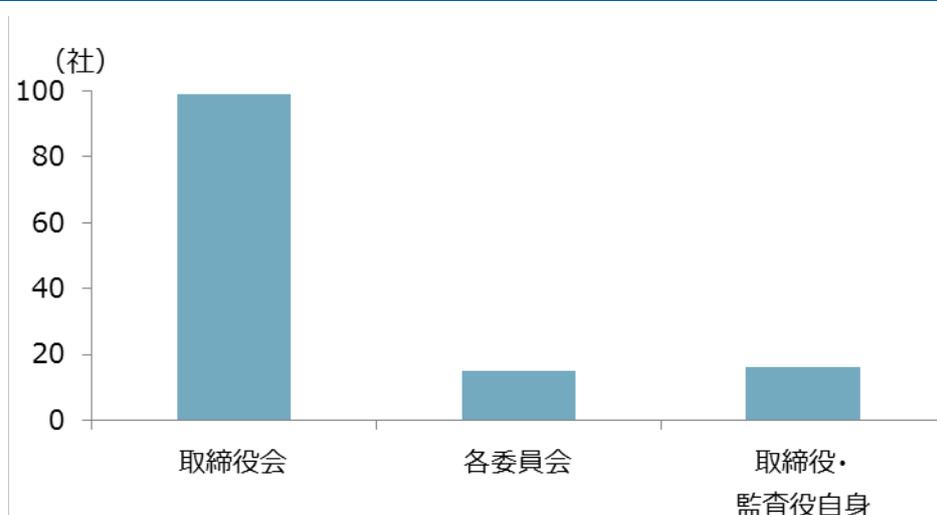


(出所) TOPIX100 各社のコーポレート・ガバナンス報告書 (最新版) をもとに大和総研作成

② 評価対象

「取締役会全体の実効性」を評価すべきとされているが、上場会社の取締役会は、各種の委員会を設置している場合が多い。委員会は法定で必置の場合もあれば、任意で設置する場合も多い。これらの委員会も評価対象とすることは、脚注 4 の文書や、経済産業省の CGS 研究会報告書⁵に「取締役会の実効性評価の一環として、委員会の構成、諮問対象者・諮問事項、審議・運営の在り方も含めて、取締役会と委員会とが一体として実効的に機能しているかについても評価を行うことを検討すべきである。」とあるように、コーポレートガバナンス・コードから一歩進んだ対応として評価されるだろう。TOPIX100 の上場会社では、「任意の委員会も含め」て評価するという対応も少なからず見られる。

図表 3 取締役会実効性評価における評価対象



(注) 複数を評価対象としているケースを含む。

(出所) TOPIX100 各社のコーポレート・ガバナンス報告書 (最新版) をもとに大和総研作成

③ 評価手法

補充原則 4-11③は「結果の概要」の開示を定めているのであって、評価手法の開示については何の規定も置いていない。しかし、諸外国では、評価結果ではなく、評価方法の開示を定める例が珍しくない。ニューヨーク証券取引所では、実効性評価に関する記述を含むコーポレートガバナンス・ガイドラインをウェブサイトや株主総会招集通知、年次報告書で開示すべきとしている。開示内容としては、単に実効性の評価を定期的に行っている旨の開示でも足りる。NASDAQ では、この種の規定を設けておらず、企業の自主的な対応に委ねられている。カナダでは、評価手法の開示をすべきと定めており、評価結果に関する開示には言及がない。結果の概要の開示を求めない国々があるのは、評価システムが確立されていれば、それに従って適正な評価が行われ、改善等の対応ができると考えられているからのようだ。取締役会の自治が機能

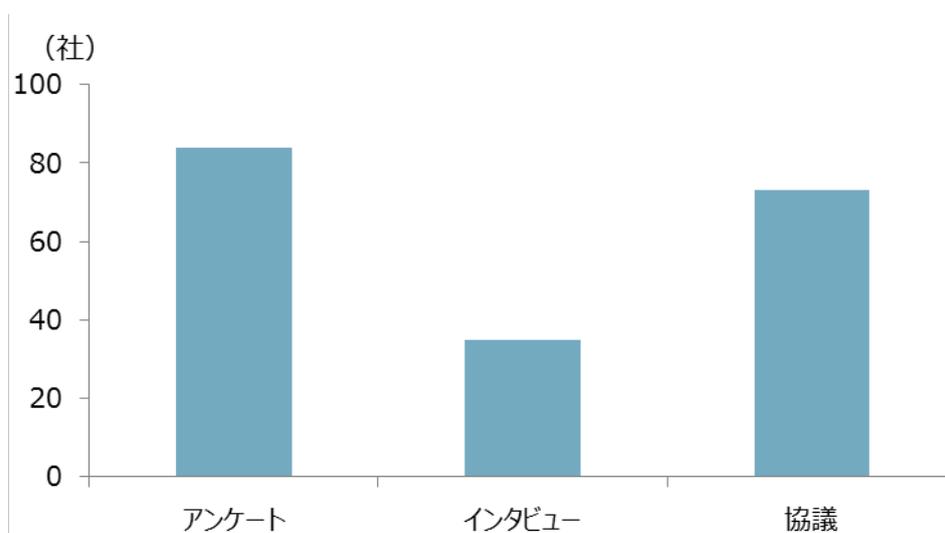
⁵ 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 (CGS ガイドライン)」（平成 29 年 3 月 31 日策定 平成 30 年 9 月 28 日改訂）

http://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/20180928_01.pdf

することが分かればよいことから、評価の手法等の開示で足りるということである。つまり、取締役会の実効性評価が、適切なプロセスで行われること自体が、取締役会の運営が適切に行われているだろうという推定を可能にするのであり、評価手法の開示は実効的な取締役会であるかを判断するうえで、重要な情報であると考えられているようである。

わが国は、「結果の概要」のみの開示でも足りるのだが、評価手法まで含めて開示して、適正な方法で評価を行っていることを外部に示す対応をとる会社も少なからずある。現状では、評価方法として、アンケート形式を利用する会社が多いが、意見交換の場を設けて協議によって評価実施をする場合もある。また、複数の手法を併用する対応もある。

図表 4 取締役会実効性評価の方法



(注) 複数の評価方法を用いているケースを含む。

(出所) TOPIX100 各社のコーポレート・ガバナンス報告書 (最新版) をもとに大和総研作成

④ 外部評価の実施

わが国のコーポレートガバナンス・コードでは、取締役会の実効性評価を行うにあたって、外部からの評価を行うべきとはされていないが、英国では外部評価を必須としている。英国のコーポレートガバナンス・コードでは、上場会社は、取締役会の実効性評価を毎年行うべきであり、少なくとも 3 年ごとに、外部機関を利用すべきであるとされている。以前は、株価指数の FTSE350 の構成銘柄となっている比較的規模の大きなところに限って外部評価が要求されていたが、最近の改訂で全上場会社に広げられた。フランス⁶も同様に、毎年評価と、少なくとも 3 年に一度の外部コンサルタントを交えた評価がコーポレートガバナンス・コードで定められている。

取締役会の実効性評価を、その構成メンバーである取締役が行えば、評価のさじ加減が甘く

⁶ 金融庁 コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 (第 1 回) 参考資料 4-1 「フランス・コーポレートガバナンス・コード (仮訳) (2013 年 6 月改訂)」 (平成 26 年 8 月 7 日)

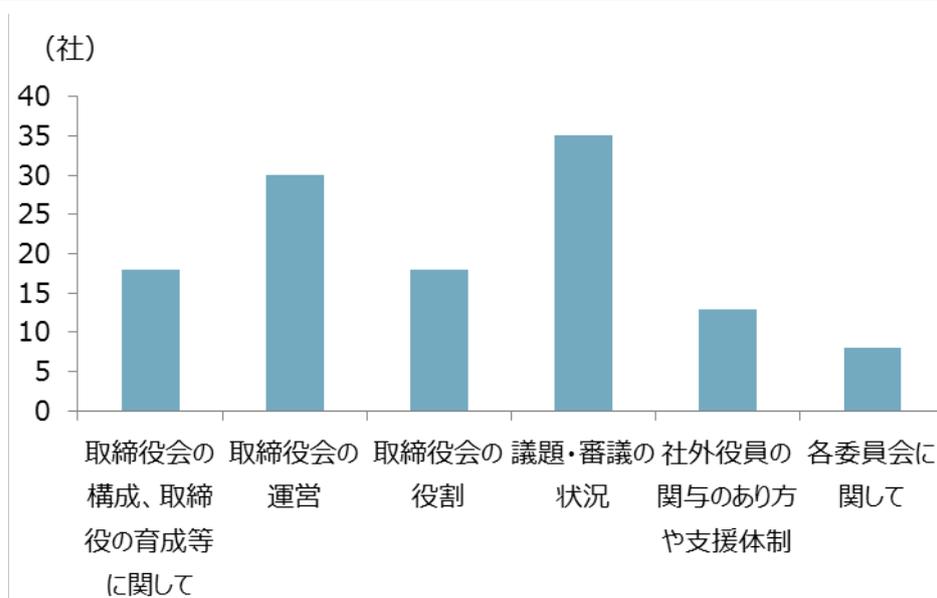
なるかもしれない。第三者性に欠けると評価の信頼性が疑われるため、外部評価を利用することを検討する企業があることは当然だろう。TOPIX100 の会社でも実効性評価のプロセスに外部の目を導入している事例があり、28 社で何らかの形で外部からの関与を得ている。

⑤ 課題の適示

取締役会の実効評価では、「結果の概要」を開示することが求められているが、どの程度の記述をするかは、各企業に委ねられているため、相当な濃淡がある。簡潔に取締役会の実効性が確認できた旨を記してもよいだろうし、評価の過程も含めて長文の開示を行うこともある。さらに、そうした開示の中で、実効性評価の結果見出された課題について記す例がある。これは、実効性評価を行えば、不十分な取り組みや改善の余地がある取り組みが見出されるのが普通であろうから、それを開示に含めるということだ。取締役会の実効性を確認したという記述だけでは、評価が真摯に行われたのか、疑わしさが漂ってくるが、こうした課題を適示することで、臨場感のある開示ができるだろう。もっとも、取締役会の課題として記されるのは、比較的軽微に思える課題だ。取締役会資料の事前配布の徹底や、議題審議時間を確保するための議題の絞り込みなどである。

課題を記す場合、ある年の実効性評価で見出された課題を翌年も同じ課題が残っているとは書きにくいはずだ。課題を書き出すという取り組みは、毎年新たな課題を発見し続けることができなければ、いずれ簡潔な結果開示になるだろう。

図表 5 実効性評価によって適示された取締役会の課題



(注) 複数の課題を挙げているケースを含む。

(出所) TOPIX100 各社のコーポレート・ガバナンス報告書（最新版）をもとに大和総研作成

取締役会実効性評価をどう書くか

取締役会の実効性評価の「結果の概要」は、自社の取締役会が効果的に機能しているという趣旨になるのが普通だ。よほどのスキャンダルが明るみに出た会社であれば、過去の開示とは異なる実態があったと公表することもあるだろうが、そうしたケースは極めて例外的なものだ。したがって、「結果の概要」から何か特別な情報を得られるとは考えにくい。しかし、全体の表現から真摯に実効性評価に取り組んでいるか、そうでないかは、感得できそうにも思える。評価方法に工夫があったり、明らかになった課題とその対処法を記したりするなどの対応があれば、取締役会の実効性を高めようとする努力が読み取れそうだ。

上場会社としては、そのような読み手の受け止め方を考慮に入れて、実効性評価に関する記述を考えることは検討に値する。評価方法の記載であれば、アンケート形式、インタビュー形式、ディスカッション形式をローテーションしていれば、多様な方法での評価を実施していることをアピールできる。外部評価を取り入れることは、必須ではないものの、評価の客観性を確保しようとしていることを明瞭に示すには効果的だと思われる。また、評価の結果は、自社の取締役会が実効的であることを確認できたという記述に加えて、何らかの課題もあると記すことで、評価を真摯に行っていることが読者に伝わるかもしれない。取締役会に限らず、組織運営に完璧はないだろうから、常に改善の余地を探る努力を怠っていない姿勢を見せることができる。そのうえで、課題に対する対処法まで記すことができれば「結果の概要」としては、読み応えのあるものになる。もっとも、既述の通り、毎年同じ課題の使いまわしはできないので、新たな課題を見出す工夫が必要になるだろう。

投資家は、当然、投資先企業の取締役会が実効的に機能していることを期待しており、そうした期待が裏切られていないことを確認するためにコーポレート・ガバナンス報告書の該当箇所を目を通すだろう。上場会社としては、そのような投資家の期待に応えるための取締役会運営を実現し続けなければならない。取締役会実効性評価は、そうした自社の取り組みを再確認する貴重な機会になるはずだ。