

# Our research results 当社の研究成果

## スキル・マトリックスを通じた取締役会の分析・評価 当社スチュワードシップ業務全般の高度化

Nomura Asset Management U.K. Limited.  
Vice President  
**山脇 大**



当社は、サステナビリティ分野に関する研究活動も実施しており、その成果として得られた知見を実際のスチュワードシップ業務へと反映させることを試みています。

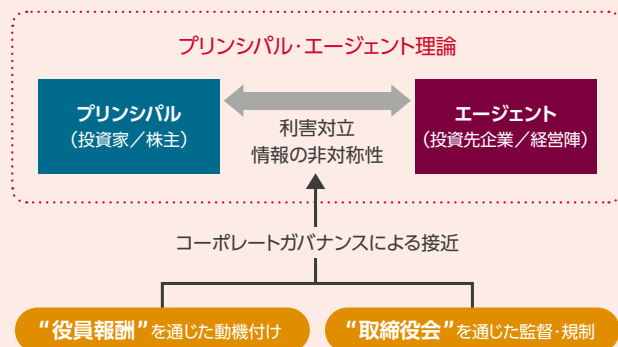
例えば、ミクロ経済学において言及される「プリンシパル・エージェント理論」では、プリンシパル(投資家や株主)とエージェント(投資先企業の経営陣)の間に、情報の非対称性や利害対立が発生するという仮定のもと、それを解決する手段としてコーポレートガバナンスに着目しています。当社は、取締役会を通じた監督・規制(下図の右側)、特に改定コーポレートガバナンス・コードで開示が求められているスキル・マトリックスに着目し、取締役が保有するスキルと企業の財務指標や非財務指標との関係を分析しました。

一方で、スキル・マトリックスは客観性の欠如や標準化が課題としてある(横比較が難しい)ことから、当社の研究論文においては、上場会社の株主招集通知から取得可能な推薦理由文に基づいて、取締役のスキルを自動的に推定しました。得られたスキルの情報をマトリックス化し、それらと企業の財務指標や非財務指標との関係を分析した結果、社外取締役において少なくとも1人は企業経営のスキルを有していることが、ROEやESGスコア全体を高めることに寄与する可能性があること、社内取締役が海外経験、取締役が技術・専門性のスキルを保有していることは、ROEに正の関係性があり、経営にプラスの影響を与えている可能性があることなどが示唆されました。

本研究成果はポートフォリオマネージャーやアナリストを含む社内関係者に広く共有されており、同時にスキル・マトリックスが組み込まれている日本株ESGスコア **P.109** や議決権行使におけるロールモデル基準 **P.92**、エビデンスに基づくエンゲージメントマイルストーンの設定 **P.69** といった、当社スチュワードシップ業務全般の高度化に貢献するものとなっています。

本研究成果は、2025年7月に開催された国際学会IIAI - AAI (International Institute of Applied Informatics - Advanced Applied Informatics)において、“*Director Skill Matrix Disclosure and Its Impact on Corporate Performance and ESG Scores: Evidence from Japan*”<sup>\*</sup>として報告され、最優秀賞であるBest Paper Awardを受賞しました。

### プリンシパル・エージェント理論の枠組み



### 考察 (要約)

- 社外取締役において少なくとも一人は企業経営のスキルを有していることが、ROEやESGスコア全体を高めることに寄与する可能性がある。
- 社内取締役が海外経験、取締役が技術・専門性のスキルを保有していることは、ROEに正の関係性があり、経営にプラスの影響を与えている可能性がある。



<sup>\*</sup>執筆者は山脇大(当社 英国拠点)、田村光太郎氏(株式会社コーザベース、現 株式会社野村総合研究所)、高野海斗(当社 資産運用先端技術研究部)、中川慧氏(大阪立大学)。

# Our research results 当社の研究成果

## 取締役会の多様性と企業価値-フォールトラインの視点から-

取締役会の“断絶”を抑えながら多様性を向上させることが企業価値向上に寄与

資産運用先端技術研究部  
フロンティアアナリスト

真辺 幸喜



当社は、コーポレートガバナンスが有効に機能するための鍵は取締役会の実効性向上にあると考え、投資先企業へのエンゲージメント活動などに取り入れる傍ら、自社での研究活動にも取り組んでいます。その一例として「取締役会の多様性と企業価値」に関する研究成果をご紹介します。

改訂版コーポレートガバナンス・コードにも明記されているように、性別・国籍・年齢などの観点から多様な人材を登用することは中長期的な企業価値向上に資すると期待されています。グローバル化や急速な技術革新により経営環境が複雑化する中、異なる視点を持つ人材による複眼的な意思決定が有用と考えられるためです。

一方、多様性が自動的に企業価値向上をもたらすとは限りません。背景が大きく異なるメンバー間ではコミュニケーション摩擦が増大する可能性があるほか、外形的な多様性確保に留まり少数派の知見が実効的に組み込まれない懸念があります。そこで当社は、組織科学で注目される「フォールトライン(多様性の「偏り」がもたらす断絶)」という考え方に着目しました。

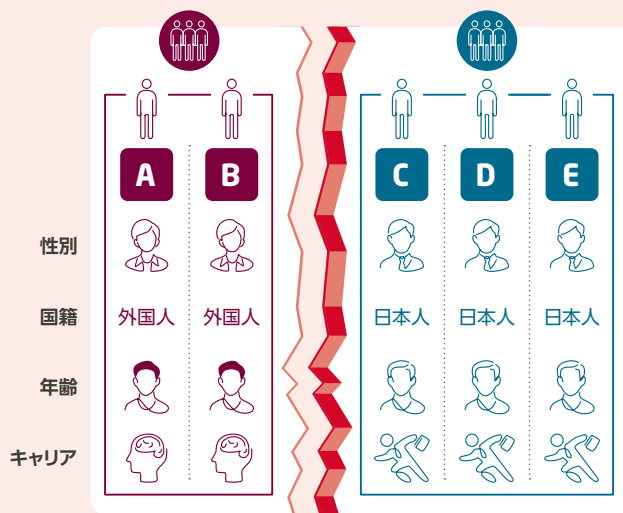
図1はその概念図です。見かけの「比率」としては多様であっても、例えば、性別、国籍など特定の属性が同じ方向に「偏って」集まると、似た特徴を持つ小集団が二つの塊として向き合う構図になりがちです。こうした偏りが強い配置では、複眼的な意思決定に必要な対話が細り、取締役会の機能が十分に発揮されにくくなると見込めます。フォールトラインはこうした小集団への分裂による断絶の強さを測る考えです。

当社は日本企業の取締役会データにこの枠組みを適用しROAとの関係性を分析しました。全体を一括りに見ると、多様性とROAの間に有意な関係は確認できませんでした。しかし、図2で示したように分析対象企業のフォールトラインの水準を一定に保って比較すると、断絶が低い状態では多様性の向上とROAの改善が連動する傾向が示されました。この結果は、外形的な多様性確保にとどまらず、断絶を抑えつつ多様な視点が実質的に

意思決定へ反映される構成が重要であることを示唆しています。

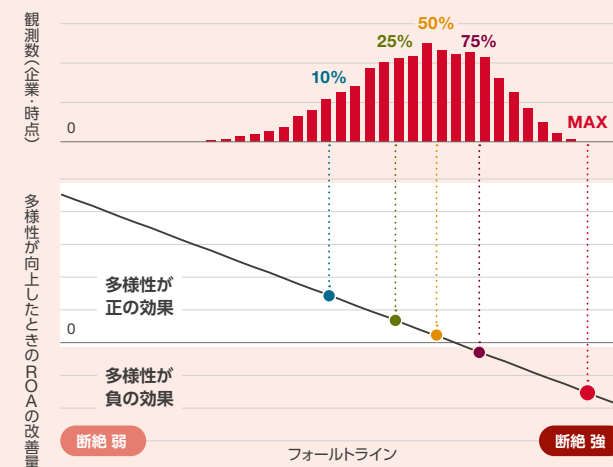
本研究は、日本ファイナンス学会(2024)や証券アナリスト協会講演会(2025)で講演し外部から関心を集めている他、対外的な意見発信にも反映しています。他方で、相関関係を越えて因果関係を厳密に立証することや、多様性が企業価値向上をもたらす具体的なメカニズムの解明は今後の課題です。当社は引き続き研究を進め実務への橋渡しを進めてまいります。

図1 フォールトラインの概念図



仮想的な取締役会構成例

図2 フォールトラインの考慮下での多様性とROAとの関係



多様性の程度を定量化した指数とフォールトライン、および、両者の交差項を取り入れた固定効果モデルによるパネル回帰分析の結果(概念図)。2016~2023年度の役員情報・財務データを使用。分析対象企業群はTOPIX構成企業。