



日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク  
創立10周年シンポジウム

コーポレート・ガバナンス 世界の潮流と日本  
- 英国の経験を踏まえて -

2013年3月25日 14:30～17:10

日本財団会議室

プレゼンテーション：Ms. Meryam Omi, Environmental, Social and Governance Manager,  
Legal & General Investment Management (LGIM)

自分が4年前にLGIMチームに入った際、日本が「特殊ケース」という認識で扱われていると知り、非常に驚いた。その後、多くのことを学んだが、やはりコーポレート・ガバナンスに関する限り、日本はまだまだ道半ばであると感じている。

LGIMは、コーポレート・ガバナンスをとくに重視して企業をモニターしている。13年前は、「コーポレート・ガバナンスを構築中」という企業が主流であったのが、この頃はコーポレート・ガバナンスが非常にうまくいっている企業が多くなってきた。私の部署は直接CEOに報告を上げるため、調査結果について他からの影響は受けないし、目先の収益よりも長期的な視点で物事を見ている。

扱う市場やセクターが多岐にわたるため、私のチームは役員報酬、取締役会の構成・メンバーの多様性、上場規定と監査の4分野にしぼってモニタリングをしている。最近では多くの企業がコーポレート・ガバナンスがうまく機能することが自社の利益につながることを理解している。

目指しているのは専門知識と情報を分かち合うことであり、コーポレート・ガバナンスが立ち遅れている企業を支援し、うまく進めている他企業のガバナンス水準も引き上げることにある。コーポレート・ガバナンスが将来的に、より強力な企業経営をもたらすと強く信じているが、そこに到達するには時間がかかることもある。

日本の状況に目を向けると、いくつか気になる問題がある。

日本、香港、シンガポール、韓国の取締役会の構成を比較して分かるように、日本の状況は他の市場と極端に異なる。日本の取締役の大部分が社内取締役であり、社外取締役はほんの一握りしかない。また、アジア地域の他の市場はコーポレート・ガバナンスに関し、より強力な規定があり、証券取引所もより多くの外国人投資家の参加がみられる。

もちろん、日本においても進歩がみられる。上場企業の半分以上は少なくとも一人以上の社外取締役を置いている。それは単に東京証券取引所(TSE)がそう規定しているからということもあるが。たった一人の社外取締役を置いたとしても、それでは大勢に影響がないという考えも浸透してきており、そうした企業では社外取締役を増やすことで「議論の

内容を変えていく」意図がみられる。

日本にみられる問題の一つとして、企業の多くが、往々にして同じセクターの経験がある社外取締役を任命したがる点が挙げられる。その分野に関し深い理解が備わっているためというのだが、これは間違いである。社外取締役を置く意義は、全く異業種の人で他の役員とは違う考え方ができる人を取り込むことにあるからだ。こうした人物は異なる解決策や戦略を持っているため非常に価値がある。

日本の役員に占める女性の割合において、人口の50パーセントを占める女性が日本の役員には圧倒的に少ないのは本当に残念なことだ。先進国の企業の役員では平均11.1%が女性であり、新興市場諸国においても7.2%であるのに、日本においてはわずか1.1%しかない。

日本社会の高齢化もまた考慮すべき問題であり、若い世代の声も役員会に反映すべきである。

さらに重要なのは日本企業の役員会に占める外国人の問題だ。国内市場の縮小で、日本の企業はこの先、市場、利益を海外に求めることにならざるを得ないから、なおさらである。海外市場に進出した企業の多くがつかずいてしまうのは、市場に対する理解、経験不足からであり、こうしたことは役員会により多く外国人を受け入れることで修正可能だ。

また日本企業が海外市場で成功を収めたいと思うなら、社外取締役を迎えたことを明示することが大きく役立つはずである。そういう変化に投資家も注目するものだ。

問題は、これから日本がどこに向かうかだ。日本のマーケットは現在行き詰っているようだが、次にどこへ向かうのか迷っているようにも見える。日本のこれからとるべき道について迅速な判断を下す必要がある。そして、それは急を要する。

この先3年から5年以内に、日本企業の役員会の少なくとも3分の1は社外取締役とし、企業はいわゆる comply or explain（遵守せよ、それができない場合は説明せよ）の方針に従うべきだと思う。こうした切り替えを最も必要としているのが中規模および大規模企業、特に海外ビジネスに携わる企業である。その次のステップは社外取締役の比率を50パーセントに上げることだ。

またそうなれば取締役会の活動の再考も必要で、取締役会の開かれる頻度、会議の長さ、会議の形式などを考慮すべきだ。また社外取締役にとって新しい分野である場合は、彼らに有益なサポートとトレーニングが必要となる。

日本企業は、どうすれば優秀な人材が敢えて社外取締役として自社に参加する気になってもらえるか、また組織にとって欠かせない人材となって動いてもらうためにモチベーションを上げることができるのかを考えなければならない。それができて初めて相応しい人材を引き寄せることになる。

**プレゼンテーション** : Mr. Simon Learmount, Lecturer in Corporate Governance,  
The Judge Business School University of Cambridge

20年前からコーポレート・ガバナンスに関心を寄せてきた。その間に英国では大きな変化が起きるのを見てきた。それに比べこの20年間、日本では変化はほとんど見られなかった。

このプレゼンテーションのカギとなる要素は「責任」である。株主や取締役の「権利」とどまらず、彼らの責任を人々が規定する状況への変化ということだ。英国にとって、これはポジティブな結果をもたらした。将来、日本においても同様の効果がみられることを期待する。

2006年の英国会社法改正（The Company Act 2006）に見られるように、会社の経営者は、総じて社員に利益をもたらすために、会社の成功を促すと自らが信ずる行動を、誠意をもってとらねばならない。つまり、取締役は株主に対し恩義を感じるのではない。その主たる責務は会社に対して負うものであると定めているのだ。

それに加え2010年の英国コーポレート・ガバナンス・コードでは、「コーポレート・ガバナンスの目的は企業の長期的な成功をもたらすような、効果的かつ起業家精神にあふれ、良識のある経営の手助けをすることである」と定めている。

ここに示されるように、英国では包括的な議論へとシフトが起きた。つまり英国の経営者は会社経営のすべての側面を考慮することになり、企業の長期的な成功に焦点を当てることになる。

英国のコーポレート・ガバナンスには4つの主要な軸がある。まず、コーポレート・ガバナンス確立のプロセスは包括的で継続的なものであるという点。これは他の法制度と明確に異なるものだ。第二にコーポレート・ガバナンスはアカウントビリティを保証するものであるが、企業は収益を上げるために存在するという事実を忘れるような株主はいないという点。第三の要素は、株主は責任を持って行動するようますます要求されている、ということ。最後に英国では一種のフィデューシャリー・キャピタリズム（企業の経営に対して受益者である株主が強い発言力を持つ資本主義）が台頭してきていることを指摘したい。

続いて英国におけるコーポレート・ガバナンス改革の歴史について簡単に述べる。まず1990年代初頭のスキャンダルに始まる。たとえば Polly Peck や Coloroll などのスキャンダルを振り返れば会社の会計改ざんが如何に容易であるか明らかだ。91年の Cadbury 報告書は単に規則や規制を審査するだけでは足りない、といみじくも指摘。ガバナンス改革に必要なのはこうしたスキャンダルが引き起こされる要因となったプロセスをしっかりと審査することであるとした。さらに重要な結論の一つとして、取締役会内部の権力のバランスを図る必要性が指摘された。これは最高経営責任者と取締役会長の役割を分けることによって実現可能である。

また、社内取締役と社外取締役の話し合いも必要だ。95年に公表された役員報酬に焦点をあてた Greenbury 報告、3年後の Hampel 報告、99年の Turnbull 報告、これはリスクを検証する内容だ。そして2001年の Myners、2003年の Higgs 報告と続く。

英国における株式保有には著しい変化が見られる。個人投資家による株保有という伝統

的なモデルから、機関投資家による株式保有へという流れが見て取れよう。では果たして株主はオーナーという存在なのか、それとも単に利益をむさぼる存在なのか。02年にBritish Landを狙ったLaxey Partnersを例に挙げて解説する。結局、この件は15%の投資利益を得ることで決着をみた。投資家が持つ真の意味の権利というものを考えれば、投資家は有意義な方法で権利を履行しているとは言いかねる。

もう一つ問題となっているのは、とりわけアグレッシブな動きを見せるアクティビスト・ヘッジファンドの台頭である。ターゲットとするのは過小評価されている企業で、利益率が高く、高額のカッシュフローが見込まれる上、さらに引き出せる企業価値があるものだ。潜在的な投資家はさらに価値を引き出そうと理論的な議論を吹っかけ、経営支配というよりは影響力を求める。会社に対する短期的な関与が及ぼす影響に関する研究では、好ましい効果が見られるとの報告があるが、長期的な関与の場合、研究報告は必ずしもそうは言っていない。

90年代末から2008年までアクティビスト投資家の是非についていろいろな議論が噴出した。しかし08年を境として、コーポレート・ガバナンスは株主と取締役を隔てる障壁であるという考えから、両サイドの責任を考える議論という方向へと流れは変わった。英国の場合、この方程式にさらに「政府」も関わってくる。08年の経済危機以降その役割はますます大きくなってきた。というのも危機の責任の一端は、何が起きているのか、きちんとモニターすることを怠った政府とその監視機関にもあるとされたからだ。

こうした事態は株主責任という考えを進化させた。10年になるとUK Stewardship Codeが登場。このコードは実は日本にとっても役立つものである。今も企業報告の改善、役員の多様化（具体的には更なる女性の登用）、役員報酬と業績の連動、社員持ち株制度の充実を図ることなどで議論が進んでいる。

私自身の分析では、英国はまた違う形の資本主義へと移行しつつある。これはフィデューシャリー・キャピタリズムというもので、多様なパートナーたちが権利の行使を試みるというよりは、金融システムにおいて諸機関がどういう役割を果たすのかを人々が理解する方向へと進んでいる。

今日、英国政府や監視機関が英国の金融システムにおいて果たす役割は増大してきている。システムそのものもさらに柔軟に連動し、「好循環」を形成している。

日本で必要なのは、より多くの日本企業や取締役が議論に参加し、もたらず変化に関わっていくことであろう。

**コメント：クリスティーナ・アメージャー 一橋大学大学院商学研究科 教授**

かつて日本がコーポレート・ガバナンスに関する「世界基準」に参加するという議論があったが、米国のように進まなかった。取締役の中にはコーポレート・ガバナンスを推進する経営者もいたが、外国人投資家を含め投資家はこの件に関しほとんど口をつぐんできた。

社員と株主いずれのほうが重要なのかをめぐる議論については、20年経った今も、どちらにも軍配が上がらないままであるうえ、いずれの地位もはっきりと上がったとはいえないというのは興味深い点だ。

社外取締役がいくらか増えたことは改善であるが、その数は今でも圧倒的に少なく、その立場は相談相手に過ぎず、決定プロセスにはほとんど影響力を持たないというのが現状である。日本におけるコーポレート・ガバナンスの重要課題というのは、株主からすれば成長に関わる問題である。今の市場の成長について、さらに考える必要がある。

**(質疑応答セクション / モデレータ：関孝哉コーポレート・プラクティス・パートナーズ 代表取締役)**

**質問：英国では取締役会はどのくらいの頻度で行われ、時間はどのくらいか？またどのようなフォーマットでおこなわれるのか？**

**レアマウント氏：**非常に面白い質問ですが、ちょっと方向が違うかなという気もします。会社が注意を払うべきは、取締役会のために十分な時間をとり、それを必要な頻度で行うという点です。バークレー銀行にいる同僚に聞いたのですが、そこの役員が集まるのは年に6回くらい。しかしその準備は徹底して行い、取締役も非常に重要なものという認識です。また、たとえば金融危機の際にはほとんど常時役員会が開かれていた、と聞きました。とにかく必要に応じて適宜行うということです。

**質問：英国の典型的な FTSE 100 の企業の場合、どのくらいの社外取締役を抱えているのでしょうか？**

**レアマウント氏：**多くの企業が目指すのは定められた数字ではなくバランスです。キャドバリー委員会も取締役会における権力のバランスに注目しました。会社が柔軟に素早く動くために、内部事情に精通した人が必要だというような場合には、内部取締役が多い方がよいということもありましょう。英国では取締役会の構成で良いとされるのは、きちんと仕事ができる構成バランスがあるということ。良識を持って仕事をし、富を生むということです。そう考えると数字はそれほど重要ではないが、目的にかなったものである必要はあります。

**アーメージャン氏：**日本企業にバランスについて聞くと、多くの場合、全員が社内取締役モデルでも問題なしという答えが返ってくるはずですが、確かに英国のアプローチはとても理にかなっているものだと思いますが、日本では危険と思われる。取締役会では多数決で方針決定をするわけですが、日本企業で社外取締役が戦略や方針を決めるような企業は一つも思い当たりません。そこに両国の根本的な違いがあります。

**質問：英国でコーポレート・ガバナンスのもとで決定を行う場合、決めるのは誰ですか？**

**アーメージャン氏：**私自身、今もって日本の企業においてそれがコーポレート・ガバナンス

スであろうと他の問題であろうと、いったい誰が物事を決めているのか分かりかねています。決定をしないという企業が日本には多くあります。経済全体を見回してみると、他のアジア市場では政府やコーポレート・ガバナンス機関の強い影響力が見て取れます。日本は全く違います。私にとっては、予想されたほど外国人投資家の影響が見られなかったのが大きな驚きです。10年前、私は外国人投資家が日本を大きく変えていくと思っていました。

**レアマウント氏：**英国では、コーポレート・ガバナンスに関する一般市民の関心の高まりが見えてきたように思います。長い間コーポレート・ガバナンスに関する議論は、金融関係のメディアと専門家がするものと考えられていました。しかし金融危機以来、議論の輪は大きく広がりました。人々は自分の年金がどのように運用されているのかを心配し、役員報酬にも大きな関心があります。日本では上級役員の平均報酬は2140万円ですが英国のFTSE100の会社ですと480万ポンドです。英国では企業の取締役や銀行家などと一般市民の間の格差が大きく広がってしまい、それを気にする人が増えました。それが国民の意識に浸透しているのだと思います。

**質問：**どうしたら日本も先ほどおっしゃっていた「好循環」に到達できますか？

**レアマウント氏：**英国モデルは、コーポレート・ガバナンスが英国にとってどのようにうまく機能したかというお手本です。既存のシステム、英国の雇用、市場の仕組み等と上手くかみ合っていたのです。単純に英国のコーポレート・ガバナンスの構造やプロセスを参考に、それを日本に当てはめようとするのは間違いだと思います。より重要なのは改革の方針です。包括的なディベート、提案の遂行、計画と戦略の重要性などがそれに当たります。こうしたことを議論しなければなりません。英国や英国の事例だけを眺めていくら時間を費やしても結局は失敗してしまいます。プロセスの理解こそが大事なのです。

**アーメージャン氏：**企業はお金を儲けなければならないのに、それがあまり日本では起きていない。どうしたら企業が成長し、またお金を稼ぐようになるのか、それを議論しなければなりません。問題解決に追われてしまうこともありえますが、とにかく、日本企業は世界で競争し、稼がなければならない。

**オミ氏：**もうたくさんだと思うのは研究会。もういいかげん研究会はやめて、やることはやるということにきています。上手くいくときもあるし、ダメな時もあるでしょうが、私たちは経験から学んでいくものです。

**レアマウント氏：**もう一言付け加えます。コーポレート・ガバナンスとは、今や資本を引き込むためのものではなく、戦略を見据えたものへと変化しています。良いコーポレート・ガバナンスがあり、市場や顧客をよく理解しているのであれば、広範な地政学やビジネス面の視野が必要となってくる。私はこの先3年から5年の間に中国企業による大規模買収の波がやってくると予測しています

**日本企業はどのように投資家と長期的、短期的に付き合っていくべきでしょうか？**

**アーメージャン氏：**日本企業は長期投資家を求めていくべきだと思います。日本企業はよく長期を見据えてという言い訳をしますが、それは100年も先だという印象もなきにしもあらずです。

**質問：**日本株を保有している外国人投資家にとって、英語の重要性は？

**オミ氏：**日本も好ましい方向に向かってはいますが、中国やシンガポールの会社でミーティングをするとだれもが完璧な英語を話します。日本では、英語に難があることが多く、幹部は通訳を必要としています。どうしても障壁が生じ、ときには翻訳の過程でニュアンスが失われてしまう場面も正直あります。英語で情報もずいぶん公開されるようにはなってきましたが、やはりベストな資料は日本語オンリーということが多い。日本は従業員の語学スキル向上に真剣に取り組むべきです。

**質問：**レアマウントさんは来日する前に香港と中国にいらしたそうですが、そういう国と比べて印象をお聞かせください

**レアマウント氏：**日本企業との付き合いでよく感じるのが一種の自己防衛の姿勢です。長期的投資家は自分が投資する会社の成功を確実なものにしようとするものです。それを歓迎しなければならないと理解すべきです。中国では国内で最大の不動産会社の最高経営責任者に会いました。当方は投資家や学生、その他とコネクションがあるので、我々からできるだけのことを学ぼう、教えてもらおうと彼は必死でした。中国の上級役員は全員海外で教育を受け、英語は完璧な上に米国や欧州のビジネスのやり方にも通じています。日本での経験とはその点が異なります。

**質問：**女性の割合、役割についてはいかがでしょう？

**オミ氏：**英国には「30% Club」という活動があります。女性のCEOが呼びかけて発足したものです。これは女性役員の比率を割り当てるような運動ではありません。会社の内部から優れた人材を養成していかねばなりません。大事なのは目標を設定することです。女性たちに確かに自分は何かを目指しているのだという自覚を持ってもらうことが大事なのです。教育もあり、賢い女性たちがどうしたらあなたの会社で働き、取締役会に出席することになるか。より大きな視点で言えば、女性が議論に参加するということの重要性です。女性は違う視点をもたらします。男性が恐れてしないような質問をします。

**レアマウント氏：**問題は役員会に占める女性の役割がとてつもなく小さいことにあります。社会の中のある組織を率いているのが全員男性だなんて、倫理的にも誤っています。18ヵ月前、英国政府は満足度に関するデータ収集に取り掛かりました。それまでは一人あたりのGDPデータを使っていたのですが、不十分であると気が付いたのです。経済的な成功は目的を達成する手段の一つにほかなりません。正義を求め、公正で幸福な社会を求めべきなのです。そこに到達するためには若い人を役員として迎えることも必要です。この先10年でそれも実現すると思います

フロアからの質問：役員報酬と業績をリンクすることについて一言お願いします

レアマウント氏：役員報酬と業績は英国が問い直さなければならない分野です。今日の英国をバラ色に描き過ぎたきらいがあるかもしれません。実際 FTSE 100 の企業の役員報酬は平均年俸 480 万ポンドですが、これは大変な高額です。とくに労働者の平均年収が 08 年水準を下回っていることを考え合わせるとなおさらです。英国政府がこのことをきちんと把握しているのか不明ですし、解決策についても私にはわかりません。

同：中国企業のほとんどが国営です。それでも国際投資家は中国の会社に投資することに不安はないのですか？

レアマウント氏：中国で行われているのは、別種のコーポレート・ガバナンスです。それは中国共産党を考慮し、時には人民解放軍をも配慮したものです。中国におけるコーポレート・ガバナンスを理解するには長い時間をかけ、研究をしっかりとしなければなりません。これまでの個人的な中国との関係で得た印象をもとに言うならば、中国企業は世界経済で大きな役割を果たしているということです。中国は、外国人投資家や大学を巻き込み、大きなチャンスを生みながら、より大きな活動を続けているという印象を受けます。

以上

文責：日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク 事務局