

日本における コーポレートガバナンスの現状と課題

— 機関投資家と企業との対話(エンゲージメント)の現場からの視点 —

小口俊朗氏は、2007年にガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社(GOJ)を設立。顧客である海外年金などの機関投資家と日本企業の対話の橋渡しを行っている。「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」など政府の委員なども歴任している立場から、海外機関投資家の日本企業に対する期待や、企業、機関投資家が抱える課題などについて伺った。



話し手：ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社 代表取締役 小口 俊朗 氏

GOJの設立と、日本におけるコーポレートガバナンスに対する理解の変化

●小口様は、海外機関投資家をはじめとする投資家との対話の窓口として活躍されています。2007年のGOJ設立当時のコーポレートガバナンスをめぐる動きを教えてください。

小口：GOJは2007年9月に設立されました。ちょうど、米スティール・パートナーズによるブルドックソースへの敵対的買収に対する最高裁判決*1が出た年です。

その翌年2008年5月には、グローバル機関投資家団体のAsian Corporate Governance Association (ACGA)が、「日本のコーポレート・ガバナンス白書*2」を発表しました。これは、グローバルな投資家が日本に対してどのようなことを考えているのかをまとめた意見書です。当時、私は経済産業省(経産省)の「企業統治研究会」でガバナンスの議論に参加していたこともあって、ACGAへの助言を行ないました。

白書が発表された大きな理由は、先進国、新興国を問わず、世界中で白書が提案するような6つの課題に対する考え方が幅広く受容されているにもかかわらず、日本だけ認められていないという外国人投資家の問題意識にあります。日本はよく言えば独自の、悪く言えば閉鎖的なガバナンスであると言ったのです。

コーポレートガバナンスを主張する人たちは、米国や英国での形式をそのまま日本の企業に導入すべきといった、単純な認識で言っているのではありません。どの国であっても完璧なガバナンスはないのです。大切なのは、どの国においても共通するコーポレートガバナンス上の基本的な原則です。それは形だけの話ではなく、うまく構築し、運用できれば会社の競争力や説明責任を向上させることにつながるものです。

●今では、日本でもコーポレートガバナンスについて議論が進んでいますが、小口様が会社を設立された当時は、「対話」という概念がそもそも浸透していなかったように思います。

小口：そうですね。そのような依頼をしてくるのは、外国人投資家しかいませんでした。彼らの投資先に対し、彼らの代理として私たちが企業を訪問して話をさせていただき、長期的な視点で企業価値を高めるというサービスをスタートさせました。

当時、スチュワードシップという言葉は英国では一般的でしたが、日本ではなじみのない概念でした。「私たちの活動は何かと言えば、まさにスチュワードシップ・サービスだ」というわけで、「GOスチュワードシップ・サービス」で商標登録もしたのですが、企業との対話でも、スチュワードシップとは何かの説明から始めなければなりませんでした。

「攻め」と「守り」はコインの裏表

●日本版コーポレートガバナンス・コード(以下、「コーポレートガバナンス・コード」)は、「攻めのガバナンス」を標榜していますが、欧米ではCEOに対するブレーキ機能としての議論が中心になっている印象を受けます。海外機関投資家にとって、日本のコードに対する印象はいかがだったのでしょうか。

小口：有識者会議で原案に対する数多くのパブリックコメントを拝見しましたが、海外の投資家にも評価してもらえたと考えています。なぜなら、もともとコーポレートガバナンスは、形式の問題ではなく、中長期的な成長を目指すものだからです。

先ほどのACGAの白書でも、コーポレートガバナンスは、企業価値を高めるために必要なものだと思いますが、それが伝わらないもどかしさがありました。

どうしても「形式を押しつけてくる」と言われることが多かったのです。

その点で、日本のコーポレートガバナンス・コードは、まさに自分たちが考えるガバナンスとずれていないと、彼らは考えたのです。ACGAも「本コード原案は、他国のコードが取り組んできた不可欠な分野の多くをカバーしている*3」というコメントを発表しています。

株式会社の本質は、株式の譲渡性や有限責任性などを活用し、リスクを取って企業価値を創造することにあります。今回のコーポレートガバナンス・コードは、いわばその本来の機能にスポットを当てたわけです。リスクテイクも含めてガバナンスであり、それが「攻めのガバナンス」なのです。

ただ、「攻めのガバナンス」と言っても、攻め一方で守らなくてもよいとは一切書いてありません。コーポレートガバナンス・コードには、「透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を促す効果を持つこととなるものと期待している」とあります。ここで皆さんは「迅速・果敢な意思決定」の箇所ばかり読むのですが、大切なのは「透明・公正」の部分です。あくまでも、「透明・公正」を前提とした「攻め」なのです。私は攻守一体と言ってい



ますが、コインの裏表、どちらから見るかという世界です。

海外の機関投資家がガバナンスの話をするのは、企業に価値を高めたいからです。「これをやれ」と、

原理原則で言っているわけではありません。守りと攻めが表裏一体であることを彼らは理解しています。自身がしっかりとできていることが大事です。

取締役会に何が不足しているかを考えることが大事

●コーポレートガバナンス・コードでは、取締役会の実効性について分析・評価することが掲げられています。これまで、日本ではなじみがなかった仕組みですが、機関投資家はどのような視点で実施することを期待しているのでしょうか。

小口: 企業の取締役会がどのように監督を行っているかについては、株主をはじめとする「アウトサイダー」には見えないわけです。

取締役会評価をもとに次のプランにつなげていき、それを可能な範囲で外部と共有するシステムは、社外取締役だけではなく、投資家にとっても有益な話です。取締役の人数や構成、そして、それぞれの知見やビジョンがもたらした、取締役会全体の実効性を評価して外部に発信することで機関投資家の信頼を得ることができます。機関投資家側の対応もその情報がベースとなっていきます。

だから、形式的に「○か×か」ということではなく、まさに、ディスカッションすることが大切です。企業は成長のステージによって、どんどん変化していきます。たとえば、グローバルに展開しようというときに、今の取締役会は、進出するマーケットに対応できる構成になっているのか。不足があれば、人材を外に求めることも必要でしょう。女性の顧客層向けに事業をする

*1 平成19(許)30「株主総会決議禁止等仮処分命令申立て却下決定に対する抗告棄却決定に対する許可抗告事件」、2007年8月7日

*2 ACGA「日本のコーポレート・ガバナンス白書 2008年5月」[http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf)

*3 金融庁「コーポレートガバナンス・コード(原案)パブリック・コメントの概要」<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/01.pdf>

のに、女性の取締役が一人もいないのであれば適任な人を探そうとするのは自然なことです。外国人を含めた多様化も必要です。

もちろん内部からの登用もあります。重要なのは、会社の次のステップにおいて、どんな取締役会を目指すかという点です。今、自社の取締役会に何が不足しているのかを考えるためにも、取締役会評価は大事です。

●小口様は金融庁の「日本版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」において、「独立社外取締役が実質的に意味のある役割を果たそうとした場合に、2名で本当に負担過多にならずに機能発揮できるのかと海外機関投資家からよく質問される」と発言されています。

小口:人数のことを考える前に、独立社外取締役がなぜ必要なのかを考えなくてはならないと思います。私は2つの要素があると思っています。ひとつは社内には存在しない「独立」というファクターです。利益相反があるような指名、報酬、監査といった機能に、独立という客観的な立場の人間が関与することが重要です。

もうひとつは、社内ですでに得難い知識を社会から迅速に持ってくる点です。このような人材を社内ですでに育てるには時間がかかります。

ただ、企業ごとに戦略が違いますし、取締役会の構成

も違います。先ほどお話しした取締役会評価の中で、何が不足しているかを考え、その上でどういった取締役が何人必要なのかという議論の上で決まってくると思います。



独立社外取締役に期待することとしては、企業と対話するとき、内部の方と議論するのが難しい問題についての対話の窓口という点もあります。例えば、買収防衛策です。企業不祥事の問題も、社内の方の場合では、客観的な立場でお話しをして信頼を回復するのが難しい場合もあるでしょう。

英国では、株主が取締役会議長や最高経営責任者、業務執行取締役などとの対話によって懸念を解決できなかった場合や、彼らとの対話や接触が適当でないという懸念を抱えている場合には、筆頭独立社外取締役に接触すべきであるという規定*4もあります。

コーポレートガバナンス・コード原則4-7では、「独立社外取締役の役割・責務」として、「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること」と記載されています。ステークホルダーに対してアンテナを張るという意味でも、独立社外取締役が重要になると思います。

こう考えると、独立社外取締役の役割は大きいですね。そうなると、数の問題になって、たとえば独立社外取締役でいくつかの諮問委員会をつくらうとしたときに必要なのは何人かという議論になるのです。海外の投資家が言っている3分の1以上というのは、決しておかしい数ではないと言えます。ただし、形よりも、独立的立場の取締役にどういった貢献をしてもらうのかという議論をした結果、必要な人数が決まるものだと思います。

重要なのはエンゲージメントの性質とクオリティー

●コーポレートガバナンス・コードと「車の両輪」とされる日本版スチュワードシップ・コードは、策定から2年が過ぎました。現状の課題や展望についてお聞かせください。

小口：機関投資家の中には、対話（エンゲージメント）の回数で形式を競うところがあるという話を企業から聞いています。

金融庁は2014年9月、「機関投資家等の皆さまへ^{*5}」という文章を発表しました。そこには、「例えば、『対話』の回数自体を競ったり、外形的・機械的な手法（box-ticking approach）のみで投資先企業を評価したりする『形式主義』は、本コードの趣旨・精神とは相容れないものと考えられます」と記載されています。

エンゲージメントの長い歴史のある英国では、2012年にKay review（ケイ・レビュー）^{*6}が発表されました。そこには、「株主のエンゲージメントは、それ自体では良くも悪くもない。重要なのは、エンゲージメントの性質とクオリティーである」と書かれています。

いずれも、エンゲージメントの目的化に対して釘を刺しています。経営者が重要な時間を使って対話を行っていることを忘れてはなりません。そもそも、日本版スチュワードシップ・コードの目的は、投資家との対話を通じて、企業の持続的成長を促すことです。本末転倒にならないよう、自戒しなければなりません。

●対話の内容力が問われるわけですね。

小口：スチュワードシップ責任とは何かを考える必要があります。

日本版スチュワードシップ・コードは7原則しかあ

りません。コーポレートガバナンス・コードに比して原則の数が少ないので抽象度も高く、実体に欠けるコンプライが蔓延するリスクが高いのです。

スチュワードシップ責任の定義は「機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」とされています。

コーポレートガバナンス・コードは、上場企業であれば対応しなければならないものですが、日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家が自分で手を挙げて「やります」と言った場合に適用される点も重要です。受け入れを表明した機関投資家は現在201機関^{*7}ですが、いずれも趣旨に賛同して手を挙げています。

●コンプライ・オア・エクスプレインの現状での問題意識についてもお聞かせいただけますか。

小口：スチュワードシップ責任は、法的責任ではないけれども、フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）と親近性のある概念であり、日本版スチュワードシップ・コードのコンプライ・オア・エクスプレインについて、この考え方で横軸を入れて考えたらどうかと私は考えています。

金融庁はフィデューシャリー・デューティーについて、

*4 FRC 'The UK Corporate Governance Code, Provisions A.4.1., September 2014

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>

*5 金融庁「機関投資家等の皆さまへ」、2014年9月2日<http://www.fsa.go.jp/status/stewardship/kikan.pdf>

*6 GOV.UK 'Kay review of UK equity markets and long-term decision making: final report', July 2012

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf

*7 金融庁「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>

～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～の受け入れを表明した機関投資家のリストの公表（第7回）について」、2015年12月11日
<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20151211-4.html>

「他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称*8」と定義しています。

フィデューシャリーが負うべきは、忠実義務と注意義務の2つに集約できると言われています。忠実義務は日本版スチュワードシップ・コードで言えば、先ほどの「中長期的なリターンの拡大を図る責任」です。大きな金融グループの中において、自らの顧客ではなく、親会社の意向を考えざるを得ないといった局面があってはなりません。お金を預けてくれる人たちのリターンの最大化だけを考えなければいけないのです。スチュワードシップ責任で手を挙げるということは、考えるべきは、お客様の資産や利益だけということです。そして、お客様に隠れて利益を得ないことを受け入れることでもあります。

もうひとつの注意義務は、資産運用業界では、「ブルーデントマンルール(Prudent-man Rule: 思慮深い投資家の原則)」で知られています。専門的なノウハウを持ち、そして慎重で十分な配慮を持って行動する、プロセスも最善のものでなければならぬと考えると、日本版スチュワードシップ・コードに全部コンプライして、「やってます」とは安易に言えないはずで

ところで、機関投資家はスチュワードシップ責任だけで価値を生み出すわけではありません。短期で売買をして、利益を得ることも機関投資家の手法としてはあるわけです。「とにかくコストを安くします」というところがあってもいい。つまり、本来は金太郎あめのように全部を賛同するのはおかしいのです。

「俺たちはスチュワードシップ責任は負わない。だけど、受託者責任は負う」という考えでもよいと思うのです。

それぞれの原則について、自らの強みとすり合せながらやっていくルールだと思います。その過程がないままでは、言いつばなしで終わってしまいます。

●日本は間接金融が中心だった歴史が長く、機関

投資家を尊重する風土は成熟していません。機関投資家が企業価値を高めるためのパートナーとしての意識を周知するための取り組みが必要だと思えます。

小口:伊藤レポートは、まさにそこを議論しています。「株主とは何か」という議論では、英国のKay reviewは、株主が短期主義に走っているから、企業も短期的に走りがちであることを指摘しています。しかし、日本で企業経営者にそれを質問すると、「株主が短期主義でも長期主義でも、経営には影響しない」と答える人が多かったのです。「経営には株主の意見は要らない」というマインドがあったと思えます。

先ほど、企業はリスクを取ってリターンを上げていくものだという話をしましたが、そのリスクの取り方に対してもっとも真剣なのは株主なのです。「株主は、有る時払いの催促なし」と言う人もいます。そういう意味では、株主は「リスクマネーを提供するし、長いこと待てるけれども、ちゃんと資本コストを上回って返してください」という存在です。そこに耳を傾けることで経営をよくするというマインドセットを期待するのがコーポレートガバナンス・コードなのです。

コーポレートガバナンス・コードの基本原則5の考え方には、「経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた

健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する」という記述があります。

つまり、企業家精神など、そういう意識を高めようという経営者は、株主の意見に耳を



傾けるべきだと思います。

一方で、そうでない企業があることも理解しています。日本の縮小するマーケットの中で、外部に対して閉ざして生きていくという選択をするのであれば、外国の株主の声を聞く必要はありません。しかし、それでは、株主のサポートは得られません。日本の少子高齢化が進む中で、リスクを取って資本効率を上げていかないと、日本全体として立ちゆかなくなります。そう感じる企業は、株主をパートナーとして、大きく外に出て行って成長への道を取るでしょう。

●最後に、企業と投資家との「対話」という視点から、小口様の理想とされているあり方について、具体的にお教えてください。

小口：具体的に、というのは難しいですね。企業との「建設的な」対話は原則としてプライベートな空間からできるものだと考えていますので、説明が抽象的になってしまう点をご理解下さい。

ある会社は国内のマーケットシェアが高い製造業ですが、実力が株価に適正に反映されていないのではないかと考えました。

そこで、私たちはさまざまな取り組み課題を設定しました。たとえば、トップライン重視からボトムライン重視へ変えること。それから、海外戦略の明確化です。「海外戦略を実行する」と言うのは簡単です。しかし、海外に出て失敗する企業が多いのは、具体的にどのような戦略で勝とうとしているのかが明確ではないことが多いからです。

不採算事業の扱いの問題もありました。マーケットポジションは悪くはないのですが、過当競争でマージンが薄くなっている事業がありました。これを撤退せよというのではなく、将来どうするか説明責任を負っ



てほしいと考えました。そのほか、買収防衛策、ESGなどのテーマを含めて10回以上議論を重ねました。

私たちが重視したのは、まずは自分たちが彼らについての知識を得ること、そして、自分たちの懸念を先方と共有することです。

外国人投資家は、すぐ社長に手紙を出して「ここがけしからん」と言うのですけれども、それだと日本の文化には合いません。これをトップダウンといいます。私たちは、対話をトップダウンではなく、ボトムアップでやります。時間をかけても、考え方をうかがってボトムアップで合意形成していくほうがいいのです。

年1回、社長に時間をいただいて投資家への批判の声も聞きました。一番ハードな問題について社長と議論しましたし、次の中期経営計画の内容についてもかなり議論しました。その結果、その後の中期経営計画には、私たちが議論したアジェンダの多くが含まれていました。その企業に抱いていた懸念への対策が盛り込まれて、かつ、着実に実行されていました。

これらを通じて、外国人投資家から「投資家の意見を十分に活かしてやってくれた」と社長あてに感謝の手紙が届いたそうです。この会社には、約6年半にわたって取り組みを進めましたが、その間に株価は3.5倍になりました。



左から、トーマツ 北爪、中山、ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社 小口様、トーマツ 杉山、山本

課題があっても、それを認識して、議論しながら着実に対策を行うことで、株価に反映させることもできます。私たちはこういうことを目指しています。

●企業サイドからしてみれば、まずは真摯に話を聞いて、説明するということですね。

小口：対話によって企業側の誤解がとけることもあります。ある企業で、報酬制度について質問したところ、「俺たちは、こんなに低い給料でこんなに努力しているのになんでそんなことを言うのだ」と言われました。

そうではなく、企業価値を高めていただいたら、それに連動して報酬を得るのはかまわない、むしろそれ

がないことが株主の懸念だという話をすると、どんどん議論が広がっていくのです。たとえば、「そうは言っても、われわれは社内から上がってきた人間なので、急に報酬を上げるわけにはいかない」とか、従業員の方や取引先との関係など、現実的な話になります。

エンゲージメントを建設的なものにするには、企業やその事業環境等に関する深い理解が不可欠です。しかし、その深い理解もまたエンゲージメントがもたらしてくれるのです。

●多岐にわたって投資家目線でのお話をいただきました。本日は、ありがとうございました。 ㊦

聞き手：有限責任監査法人 トーマツ
 パートナー 杉山 雅彦
 パートナー 山本 御稔
 パートナー 北爪 雅彦
 シニアスタッフ 中山 美穂子