

# 英国のコーポレートガバナンス・コードの失敗に学ぶ

一橋大学大学院経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. 日本のガバナンス改革の必要性

政府の会議は、「日本企業の稼ぐ力が低迷し、世界でも一人負け」と指摘する<sup>(注1)</sup>。そして、日本企業の低迷の原因の一つが、コーポレートガバナンス（以下、ガバナンス）であるという<sup>(注2)</sup>。

上場企業の自己資本利益率（ROE）は、米国が2014年の14.7%から2019年には15.7%と、1.0ポイント上昇した。一方で、同期間に日本は8.3%から7.5%まで0.8ポイント低下した。さらに、近年、日産自動車、関西電力、日本郵政など大型不祥事が相次いでいる。確かに、日本のガバナンスの問題は深刻である。

日本企業のガバナンス劣化に対して、海外からの評価は厳しい。2019年までの5年間に、海外投資家は9.7兆円を売り越した。同期間に、日銀が株価指数連動型上場投資信託（ETF）を25.1兆円買い付けているので株価は上昇しているが、上昇率は、米国（S&P500）の56.9%に対し、日本（TOPIX）は22.3%と大きく劣後する。

近年、政府主導でガバナンス改革が実施されている。その代表例が、英国をモデルとして2015年に日本に導入されたコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）である。しかし、英国のCGモデルの歴史は長いが、英国のガバナンスには問題が多い。そこで、本稿は、CGコードの先駆者である英国のガバナンスをレビューし、それから教訓を得る。

(図表1) 主要先進国の自己資本利益率 (ROE)

(%)		ROE (実績)	時価総額構成比	過去10年騰落率
1	スウェーデン	16.4	1.0	86.2
2	米国	15.7	39.5	189.7
3	スイス	13.4	2.2	62.2
4	オーストラリア	10.8	1.6	37.2
5	カナダ	9.9	2.7	45.3
6	ドイツ	9.6	2.6	122.4
7	英国	8.9	4.0	39.3
8	フランス	8.3	3.1	51.9
9	日本	7.5	7.2	89.7
10	スペイン	6.6	0.8	-20.0

(注) 2019年末時点。

(出所) ブルームバーグ

## 2. コーポレートガバナンス・コードで企業は成長するのか

世界的に、ガバナンスの定義は様々である<sup>(注3)</sup>。経済協力開発機構 (OECD) のG20 / OECDコーポレートガバナンス原則によると、「優れたガバナンスに単一の仕組みはない」とする。

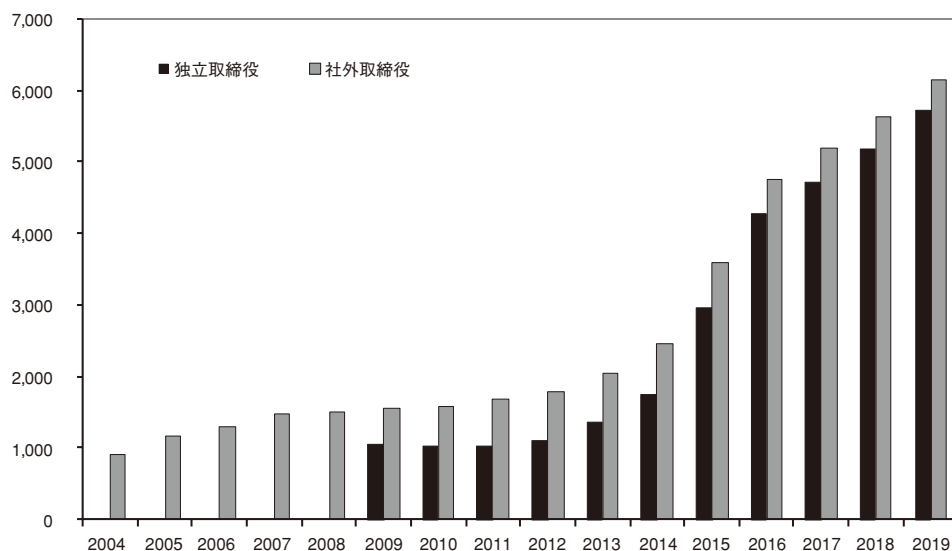
英国のCGコードは「会社を指揮、あるいは管理する仕組み」と定義する。その目的は、「会社を長期的に成長させるべく、効果的、革新的、かつ慎重な経営を可能にする」とある。

日本のCGコードは「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」と定義する。そして、その目的は、「会社の長期的な成長と中長期的な企業価値向上」とある。

つまり、両者は、「企業統治の仕組みを改善すると、企業は長期的に成長する」との前提を持つ。これに対して、江頭2016は、「会社の持続的な成長の実現は、主に経営者の力量に依存する。企業統治は経営者を監督するための守りの手法」と主張する<sup>(注4)</sup>。このように、議論は定まっていない。

株主を中心とするあらゆるステークホルダーの利益を長期的に最大化する状態が、優れたガバナンスであると考えられる (議論の詳細は月刊資本市場353号「コーポレートガバナンス・コードは機能するか」参照)。不祥事を起こす企業は、社会というステークホルダーの利益を損なう。よって、この定義では、社会と調和しながら、長期的に利益が成長

(図表 2) 独立、社外取締役数の推移



(出所) 日本取締役協会

している会社、たとえば、アップルやトヨタ自動車が、ガバナンスが優れた企業である。

筆者は、OECD同様、ガバナンスを良くする単一のモデルは存在せず、形式条件を整えても企業の成長を促進することは困難と考える。たとえば、「独立取締役はガバナンスの中核を担う」と言われる<sup>(注5)</sup>。しかし、社外取締役や女性取締役を増やしたとしても、企業の成長が促進されるとは考えにくい。

CGコードは、社外取締役の数など形式条件を満たすことに重点を置く(“comply or explain”原則)。東証1・2部上場企業は、2名以上の独立取締役が求められる(原則4-8)。こうした流れを受けて、東証1部上場企業のうち、2名以上の独立社外取締役がいる会社の比率は93.4%、3分の1以上は43.6%まで高まった(2019年7月時点)。しかし、現実には、冒頭の通り、企業の成長力は高まっていないし、不祥事を防ぐこともできていない。

独立取締役が機能しづらい理由は、実態として、社長(CEO)が独立取締役を選任していることがある。株主総会に上程される取締役選任議案は、多くの場合、社長(CEO)が決定あるいは承認している。この場合、監視される人(社長)が、監視する人(独立取締役)の人事権と報酬決定権を実質的に握っていることになる。

一方で、取締役の独立性が高いと、社長を厳しく監視する動機が乏しい場合がある。社

(図表 3) 英国の時価総額上位10社

上位10	セクター	時価総額 (兆円)	創業年	
1	ロイヤル・ダッチ・シェル	エネルギー	25.7	1890
2	HSBCホールディングス	金融	17.5	1865
3	ユニリーバ	生活必需品	16.7	1871
4	アストラゼネカ	ヘルスケア	14.6	1913
5	BHPグループ	素材	14.3	1851
6	BP	エネルギー	14.0	1909
7	グラクソ・スミスクライン	ヘルスケア	12.9	1715
8	リオ・ティント	素材	11.1	1873
9	ディアジオ	生活必需品	10.9	1749
10	ブリティッシュ・アメリカン・タバコ	生活必需品	10.8	1902

(注) 2019年末時点、1ドル110円で換算。

(出所) ブルームバーグ、各社資料

長に依頼されて就任した独立取締役が、社長を退任に追い込むのを躊躇するのは自然である。これは、最近、大型不祥事を起こした企業にも当てはまるのではないだろうか。

### 3. 英国のコーポレートガバナンス・コードは失敗した

1992年に、英国でキャドベリー報告書は取締役会の監督機能強化などベスト・プラクティスを提示した<sup>(注6)</sup>。これが、財務報告評議会 (FRC) が策定するCGコード (2010年) の原型となった。コードの遵守状況は年次報告書で開示する必要があり、上場規則で義務付けられている。これが、EU加盟国などに普及した。

2016年のG20サミットの講演で、メイ首相 (当時) は英国のガバナンスが貧弱であるとして、経営者の高額報酬を中心に企業の無責任ぶりを厳しく指摘した<sup>(注7)</sup>。CGコードは28年の歴史を持つものの、首相が国際会議で、“poor corporate governance” と表現するほど、英国のガバナンスは問題が多い。以下が、英国企業のガバナンスの主要な論点である。

第一に、英国企業の収益力と株価上昇率は相対的に低い (図表 1 参照)。時価総額上位10社すべての社歴が100年を超しており、BPやHSBCのように大英帝国時代の植民地政策の遺産によって成功している企業が多い。一方で、世界的な成長企業やハイテク企業は存在しない。

(図表 4) 英国の赤字企業のCEO高額報酬上位10社 (過去 5 年間)

(億円)		時期	純損失	CEO報酬
1	オカド・グループ	2019	-307	84.6
2	BP	2015	-7,517	34.3
3	スタンダード・チャーター	2015	-2,544	17.2
4	アストン・マーティン	2015	-190	10.4
5	ロールス・ロイスHD	2018	-3,358	10.3
6	ボードフォン・グループ	2017	-8,065	9.2
7	ボードフォン・グループ	2019	-10,194	8.5
8	リオ・ティント	2015	-819	7.6
9	ヘリオス・タワーズ	2016	-102	6.7
10	パークレイズ	2015	-87	6.5

(注) CEO相当職も含む。FTSE350指数対象。各年末時点の為替で円換算。

(出所) ブルームバーグ

第二に、赤字企業の経営者に対する高額報酬が問題視されている。エネルギー企業BPは、2015年度に約7,500億円の損失を計上したが、CEOに対して約34億円の報酬を支払った。それを決めたのが、取締役15名のうち12名（全体の80%）を独立取締役が占める取締役会であった。他にも、同様の例は数多い（図表 4 参照）。

第三に、大型不祥事が多い。RBSの外国為替指標違法操作、HSBCの資金洗浄など金融機関の不祥事が多いのが特徴的である。最大級の不祥事は、パークレイズ、RBSなどCGコードの対象となる欧州の大手金融機関などが主導したロンドン銀行間取引金利（LIBOR）操作事件である。度重なる不正のために、世界の代表的金融指標であるLIBORが2021年に廃止になるほど、それらのガバナンスの機能不全は深刻である。

#### ■ 4. コーポレートガバナンス・コードの構造問題

もちろん、英国でCGコードが失敗したからと言って、日本でも必ず失敗するとは限らない。重要なことは、英国の教訓に学ぶということである。以下のように、CGコードやスチュワードシップコードの効果が限定的である原因の研究は進んでいる。

第一に、英国の株主構成がグローバル化している。英国株全体に占める年金・保険の株式保有比率は、1992年の52%から2018年には6%に低下した。一方で、外国人投資家は、同期間に12%から55%に上昇している。一般に、外国人は、国内企業の議決権行使には熱

---

心だが、他国の議決権行使には熱心でない。

第二に、投資のグローバル化が進むにつれ、英国の運用会社にとって英国株の重要性が低下した。英国の時価総額構成比は世界の4%しかない。英国株の組入比率が低くなるにつれ、運用会社が投資先を監視する時間や労力を減らすのは自然である（注8）。

第三に、金融機関の監督権限のないFRCがコードを作成するため効力が弱い。日本では、企業会計基準委員会が作成するイメージである。

CGコードは、機関投資家を主体とする「市場の規律」が圧力となって、ガバナンスを律するという考え方である。短期志向の資産運用者が、経営者に圧力をかけると、経営は近視眼的になることがある（注9）。近年、機関投資家の短期志向（ショート・ターミズム）が懸念されており、株主側にも問題があると考えられる（注10）。

これらを念頭に置いた上で、日本のガバナンスの改善とCGコードの関係を整理することが望ましい。英国の教訓からは、アセット・マネージャー（運用会社など）やアセット・オーナー（年金基金など）自身のガバナンスが重要な問題であると考えられる。

日本の大手資産運用会社の多くは大手金融機関の系列であるため、それらの経営者は本社から派遣される場合が多い。大手金融機関から運用子会社に幹部を派遣する場合、本社の営業政策を反映することがある。金融庁は、資産運用会社が顧客の利益を必ずしも重視しない経営をしていることを指摘している（注11）。金融庁がガバナンスを問題視するような機関投資家が、企業のガバナンスを正すことを期待するのは容易でない。

アセット・オーナーのガバナンスにも課題がある。日本では、公的年金基金幹部は、監督官庁や地方自治体から官僚が天下り、しかも、トップが比較的短期間に入れ替わることがある。日本の資産運用会社も年金基金も、投資のプロ（あるいは機関投資家運営のプロ）がトップを長期間務めるようになれば、株主のガバナンスが改善することが期待できよう。株主のガバナンスの改革が進めば、CGコードが効果を発揮することもあり得る。

## ■ 5. ベンチャー企業の育成が重要

企業の統治システムを変えることも有効だが、企業のガバナンスがよくなるような環境づくりを行うことも効果的であると考えられる。

英国ほどではないものの、日本の時価総額増加額上位企業も社歴の長い企業が多い（図表5参照）。これが、アマゾン・ドット・コムやアルファベットなど若い高成長企業が多い米国との決定的な違いである。そこで、ベンチャー企業を積極的に育成することが望ま

(図表5) 日本の時価総額上位10社の親子上場

上位10	親・子	主要な上場親・子会社名	時価総額(兆円)	創業年
1	トヨタ自動車	親 日野自動車	25.5	1895
2	NTT	親 NTTドコモ、NTTデータ、エクスネット(孫)	10.8	1885
3	NTTドコモ	子 NTT	10.1	1885
4	ソフトバンクグループ	親 ソフトバンク	9.9	1981
5	ソニー	親 ソニーFH、SMN(孫)	9.4	1946
6	キーエンス	— —	9.4	1974
7	MUFG	親 アコム	8.1	1656
8	KDDI	親 沖縄セルラー電話	7.7	1885
9	ソフトバンク	親・子 ソフトバンクグループ(親)、Zホールディングス(子)	7.0	1871
10	リクルートホールディングス	— —	7.0	1960

(注) 2019年末時点。海外親会社含む。上場子会社・親会社名は主要なもの。

(出所) Astra Manager

れる。これらとの切磋琢磨により、成長性の低い企業は淘汰され、産業全体の成長力が高まることが期待される。

英国や日本において不祥事が頻発しているが、これも、多くの成長企業が育てばある程度解決するのではないか。たとえば、LIBOR事件は、言わば古い企業同士の談合である。多くのフィンテック企業がLIBOR市場に参入すれば、市場操作は難しくなることであろう。同様に、日本の大手建設会社によるリニア新幹線談合事件(2017年)や、幹部が金の小判を受領した関西電力事件も、伝統的な企業による市場の寡占に起因すると考えられる。

問題は、日本では有力なベンチャー企業が育ちにくいことである。その理由は数多いが、その中でも資本市場の役割は重要である。

世界のベンチャー投資では、戦略的買収が出口戦略(M&A)の中心である(注12)。M&Aは、ベンチャー・エコシステムを通じて、人材・資金が循環しやすい(注13)。買収企業が事業を継承すると起業家が経営から離れ、シリアルアントレプレナー(何度も事業を立ち上げる起業家)への転身が可能となる。たとえば、テスラの創業者イーロン・マスクは、ペイパルの創業者でもある。

さらに、売却で獲得した現金により、起業家は新たにエンジェル投資家として資金を投じることが可能となる。ネットスケープ創業者は、今では大手ベンチャーキャピタルファンドの経営者である。

出口戦略として、IPOとM&Aの件数を比較すると、米国はM&Aが91%(2019年、出所：

---

NVCA) を占めるが、日本は新規株式公開 (IPO) が67%を占める (2018年度、出所：ベンチャーエンタープライズセンター)。このため、日本企業の成長を促進させるために、IPOを増加させることが有力な手段となりうる。

## ■ 6. 成長企業育成には新規上場促進が有効

IPO増加において、東京証券取引所の役割は重大である。現在も、東証マザーズの上場基準は、ナスダックと比較しても十分に緩い。2019年の新規公開企業数は、米国の192社に対して、日本は86社であり、時価総額規模と比較すると健闘している。

上場が身近な目標であれば、多くの若者が起業にチャレンジする機会が増える。今後は、東証が地方企業の上場を増やして、地方活性化に寄与することを期待したい。

日本の成長企業を増やす有効な手段は、親子上場の促進である (詳細は月刊資本市場397号「注目すべき親子上場のインキュベーション機能」参照)。日本の時価総額上位10社のうち、8社が親子上場である。海外でも、ポルシェ (親) =フォルクスワーゲン、あるいは、ユニリーバ、ウォルマート、ドイチェテレコムなど親子上場は数多い。

歴史的に、親子上場はインキュベーション機能を果たしてきた。親子上場 (広義) は、トヨタ自動車 (親会社は豊田自動織機)、NTTドコモ (NTT)、KDDI (京セラ、トヨタ自動車)、中外製薬 (ロシュ)、オリエンタルランド (京成電鉄、三井不動産)、東京エレクトロン (TBS)、ファナック (富士通)、セブンイレブン (イトーヨーカ堂) など、多くの大型成長企業を生み出した。親子上場ではない大型成長企業を探す方が難しく、例外は、キーエンス、ファーストリテイリング、リクルートホールディングスくらいしかない。

「親子上場 = ガバナンスが悪い」というイメージがある。近年、批判が高まっているものの、親子上場が利益相反を生んでいるとの証明はない (注14)。

トヨタ自動車は、複雑な株式保有構造によって、デンソー、アイシン精機、豊田自動織機などと実質的に巨大な親子上場グループをつくり上げている。しかし、筆者の目からは、トヨタ自動車は日本では最高のガバナンスを持つ企業の一つあるように見える。

実際は、「いい親子上場」もあれば、「悪い親子上場」もあるということである。「投資家が批判する」との声があるが、「いい親子上場」と「悪い親子上場」を見極めるのが、プロの投資家の責務である。適切な規制と情報開示を行うことは必要だが、あくまで投資は自己責任である。

2019年に、経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」の中で、「上



---

場子会社に関するガバナンスの在り方」が議論されている。これらを参考に、親子上場の長所を伸ばし、一方で、問題点を改善していくことが望ましい。

近年、東証は、日本郵政3社、ソフトバンクと大型の親子上場を実現してきた。日立製作所、パナソニック、キヤノンなど伝統的企業が親子上場を廃止する一方で、SBIホールディングスやGMOインターネットなどの成長企業が子会社を上場させている。このように、上場企業が親子上場とその廃止を活用し、結果として、日本産業全体の新陳代謝が進みつつある。引き続き、東証が、新規上場を通じて、日本企業全体の成長力を高めることに貢献することに期待したい。

(注1) 林喜光「①日本企業の「稼ぐ力」の向上に向けて、②規制改革、行政手続の簡素化、IT化～技術革新を後押しする先行的取組～」(未来投資会議資料3、2017年1月27日)

(注2) 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)」(2017年3月31日)

(注3) 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスに関する諸問題」(生命保険文化センター、公開講演会、2003年2月18日)

(注4) 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」(早稲田法学第92巻第1号、2016年)95～117頁。

(注5) 経済同友会「コーポレートガバナンス・コードに関する意見書」(2014年10月20日)

(注6) The Report on the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, "The Financial Aspects of Corporate Governance", December 1, 1992

(注7) Prime Minister Theresa May Speech, "G20 Summit, China: Prime Minister's press conference", GOV. UK. September 5, 2016

(注8) ICSA, "The Future of Governance: Untangling corporate governance", February 2017,

(注9) Simon C.Y. Young, "Is institutional investor stewardship still elusive?", Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, September 2015, pp.508-512

(注10) Simon Wong, "How Conflicts of Interest Thwart Institutional Investor Stewardship", Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Financial Regulation, on Sunday, November 6, 2011

(注11) 金融庁「平成27事務年度 金融レポート」(2016年9月)63～65頁参照。

(注12) KPMG, "Venture Pulse Q4 2019", January 15, 2020

(注13) ATカーニー株式会社「平成28年度産業経済研究委託事業(リスクマネー供給及び官民ファンド等に関する国際比較調査研究)最終報告資料」(経済産業省、2017年1月31日)48頁参照。

(注14) 宮島 英昭「第7回「親子上場の経済分析 利益相反問題は本当に深刻なのか」」(RIETIリレーコ

---

ラム：『日本の企業統治』をめぐって、2011年12月22日)

