



日本の大企業である日産<sup>1</sup>、東芝<sup>2</sup>のお家騒動が世界中で大きく報道され、日本のコーポレートガバナンスは、この数年最悪の状態に陥っているように思えます。しかし、日本株式運用部長のエドワード・リッチーは、ペースは緩やかなものの、日本の状況は着実に改善していると見ています。

## 日本のコーポレートガバナンス： 主要な6分野における進展

### 改善しつつある日本のコーポレートガバナンス

株主や取締役会は、これまでは絶対的な権力を有し、動かしがたいと考えられてきた会長や社長に対し、大きな影響力を持つようになってきました。日本企業を揺るがしている、ガバナンスに関する昨今の相次ぐスキャンダルは、この国のコーポレートガバナンスの着実な進展を反映したものだ、私たちは考えています。そのような改善によって、5年前には考えられませんでした。企業の醜い内部事情を公然と晒す道が開けました。これは長期的には、すべての人にとって好ましいものです。

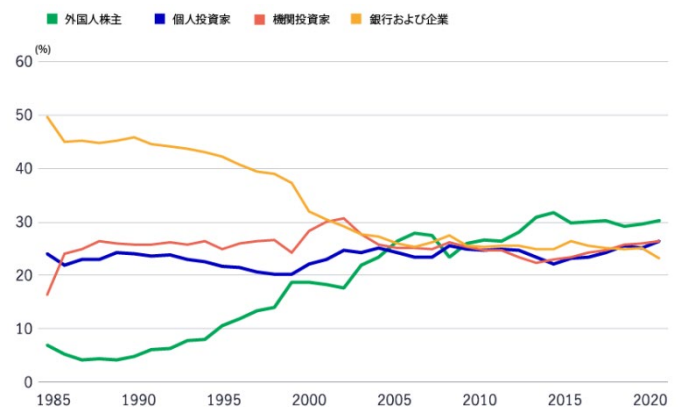
#### 1. カルチャーの変化について

日本企業のグローバル化と多様性が広がるにしたがって、ビジネス慣行として望ましいだけでなく、従業員と株主の間の信頼を維持するためにも、ガバナンス向上の必要性はますます高まっています。日本では、これまで終身雇用が一般的で、社員は雇用主や上司に対し、極めて高い忠誠心を有していました。また同様に、株主も企業と長年にわたる関係を保ち、株式の保有はその企業との関係の一面に過ぎず、株主がその企業の債権者、仕入れ業者、あるいは顧客となる場合もあります。しかし、このモデルは次第に変わりつつあります。

日本では、仕事に対して安定性よりもやりがいや機動性（転職のしやすさ）などを重視する傾向が益々強くなり、転職をする人が増えています<sup>3</sup>。そのため、こ

れまで日本の社員が伝統的に有していた、会社に対する忠誠心は低下しています。新入社員が、以前の職場で経験したベストプラクティスを新しい概念として持ち込む機会が生まれ、不正な行為に直面した場合には、堂々と指摘できると感じられる文化が育まれるようになりました。働き方に対する考え方の変化は、日本のコーポレートガバナンスにプラスの効果をもたらしており、日本で内部告発者をサポートする政策も、それに追いつきつつあります。2006年に公益通報者保護法が施行されましたが、通報者の権利と保護に対する一般的な認識は、依然として高いとは言えません。このため、同法は昨年改正され、通報者保護の範囲が広がりました<sup>4</sup>。

### 日本企業の株主構成の変化



出所：CLSA、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2021年7月現在

また、株主構成も変化しています。外国人による日本企業の保有割合が増える一方で、国内の銀行や企業による保有は、資本の非効率な使用という見方が広がり、保有削減の圧力が益々強くなっています。これは、投

<sup>1</sup> 「The Rise and Fall of Carlos Ghosn: Part 1」、ハーバード・ビジネス・レビュー、2021年6月3日

<sup>2</sup> 「Toshiba's chairman resists calls to resign, to bring in new directors」、ロイター、2021年6月14日

<sup>3</sup> 「転職率推移」、トランスストラクチャ、2021年2月9日

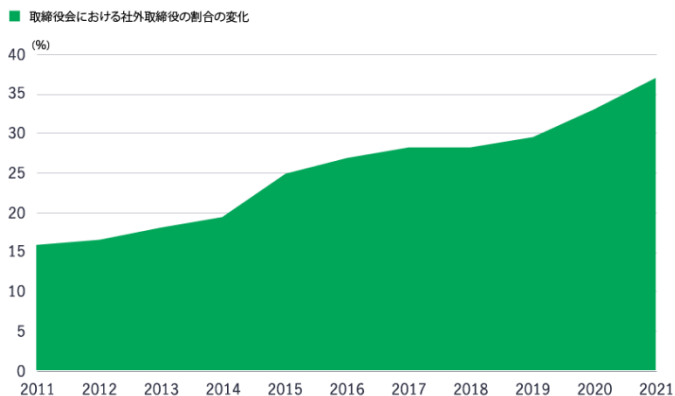
<sup>4</sup> 「Are Whistleblowing Laws Working? A Global Study of Whistleblower Protection Litigation」、国際法曹協会、2021年3月

資先企業との関係が、単に一株主としての関係のみで、それ以上のものではないとの認識が広がっていることを示しています。

## 2. 社外取締役について

日本では、社外取締役の数がここ数年で大きく増加しています。具体的には、東京証券取引所と大阪取引所に上場されている企業で、2人以上の社外取締役がいる企業の割合は、2014年にはわずか21.5%でしたが、2020年には95.3%まで上昇しています<sup>5</sup>。これは、2015年のコーポレートガバナンス・コード（企業統治指針）の導入に拠るところが大きいと考えられます。この指針では、企業の取締役会に必ず2人以上の独立社外取締役を選任することが規定されています。しかし、これらの社外取締役の多くは弁護士や大学教授や会計士で、企業の社長またはCEOに対し、与える影響力は限られているように思われます。

### 日本企業の取締役会構成の変化



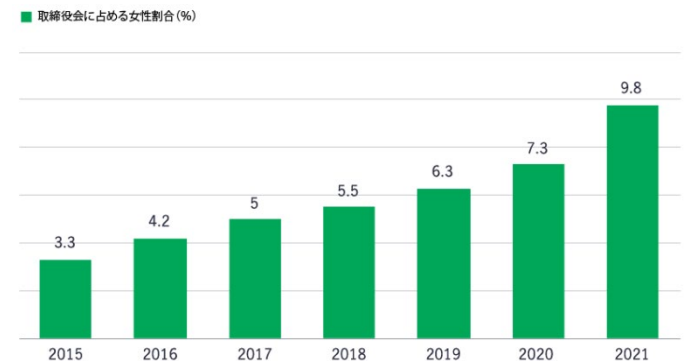
出所：公益社団法人 会社役員育成機構（BDTI）、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2021年7月

アジア企業統治協会（ACGA）によれば、アジアにおける日本のコーポレートガバナンスのランキングは、前回2018年の7位から2020年には5位に上がりました<sup>6</sup>。これは一見すると、日本が進歩しているように見えますが、より詳細に見ると、2020年の順位の上昇は、気候変動に対する情報開示関連の努力が大きな要因となっていることがわかります。肝心な点は、日本がオーストラリア、香港、台湾、シンガポールよりも依然として順位が低いことです。最近の東芝を巡

る騒動をみても、CEOを中心とした取締役会のコンセンサスを切り崩すことは、たとえ独立社外取締役でも困難であるという事実は明白です。

2006年、トヨタ自動車の奥田碩元会長は、社外取締役は企業や業界に対する理解が低いため必要ではなく、「ただ邪魔になるだけだろう」と述べています<sup>7</sup>。奥田氏には敬意を持ちつつも、その見解には賛同できません。社外取締役は、株主の利益を守り、強力な経営者による地位の乱用を止めるために存在するものです。奥田氏がトヨタを離れて15年が経ち、トヨタはその後のコーポレートガバナンス構造の抜本的な整備に注力し、取締役会に3人の社外取締役のメンバーを任命するなどの変化が表れています<sup>8</sup>。

### 日本の取締役会に占める女性割合



出所：公益社団法人 会社役員育成機構（BDTI）、マニユライフ・インベストメント・マネジメント、2021年7月

ここ数年は、正しい方向へ向かっていると感じられます。例えば、ソニーは社外取締役制度を積極的に活用し、取締役会の過半数を社外取締役にしています。この改革は、同社の多くの事業部門で損失が発生していた2014年に行われました<sup>9</sup>。ソニーの社外取締役は、ビジネスそのものに対する助言はできませんでしたが、同社の異なる事業部門間のセクショナリズム的な考えを排除する必要性を助言しました。この4年間で、ソニーの基本的な収益は著しく向上しています。

<sup>5</sup> 「Abenomics improved Japan's corporate governance, but more work remains」、ジャパントイムス、2020年9月14日

<sup>6</sup> 「CG Watch 2020: Future Promise」、アジア企業統治協会（ACGA）、2021年5月20日

<sup>7</sup> 「Japan Remodeled: How Government and Industry Are Reforming Japanese Capitalism」 P167、スティーブン・ヴォーゲル、コーネル大学出版、2006年

<sup>8</sup> 「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」、トヨタ自動車、2021年6月24日

<sup>9</sup> 「Notice of the Ordinary General Meeting of Shareholders to be held on June 19, 2014」、ソニー、2014年6月2日

### 3. 取締役会議長と最高経営責任者（CEO）の役割分離について

東証株価指数（TOPIX500）を構成する企業のうち、議長と CEO の役割を分離している企業の割合は、2020 年の時点で約 44%と、2010 年の約 41%から上昇しています<sup>10</sup>。しかし、この数字からも、この分野における進捗は緩やかなことがわかります。さらに、もう一つ懸念される点は、既に議長と CEO の職務を分けている企業のなかでも、そのうち約 74%の企業が、前 CEO（あるいは同等の地位にあった人物）を、取締役会に残るよう配慮している点です。二つの役職分離の本来の目的である権力の移転は、まだ道半ばといえるかもしれません。このような企業では、コーポレートガバナンスに関して、確かに一定の進捗は見られるものの、先はまだ長いと私たちは考えています。

#### 議長/CEO の役職分離： 進展はみられるものの不十分

東証株価指数（TOPIX500）の構成企業	2010	2020
議長／CEOの役職分離を導入した企業の割合	41%	44%
取締役会の30%以上が社外取締役の企業の割合	9%	77%
取締役会の50%以上が社外取締役の企業の割合	2%	14%
取締役会の75%以上が社外取締役の企業の割合	0%	1%
議長／CEOの役職は分離されているものの 取締役会に前CEOが残っている企業の割合	82%	75%

出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、2021 年 6 月

ガバナンスの強化には役職分離が推奨されますが、議長／CEO の役割兼務のままでも、企業の委員会の体制を通じてガバナンスを強化することは可能です。議長が CEO を兼務する企業の場合、その企業の各種委員会は、議長／CEO 以外の取締役、できれば社外取締役が委員長になるべきです。その好事例が HOYA で、同社の CEO は取締役会議長も兼務していますが、監査

委員会、指名委員会、報酬委員会の各委員長は、社外取締役が務めています<sup>11</sup>。

### 4. 子会社のコントロール強化について

日本では、伝統的に親会社がさまざまな子会社を設立する企業構造が多く、経営支配が機能しない事例が多く見られてきました。多くの場合、子会社は親会社の販売代理店に過ぎず、親会社のコーポレートガバナンスのルールを、そのまま採用しているわけではありません。子会社のコントロールが不十分な企業では、親会社の設定した目標をクリアするために、販売子会社が売上を過大に計上する事例が見られ、日本の会計スキャンダル其主要な原因の一つになっています。

製氷機や業務用冷蔵庫メーカーのホシザキにおける最近の会計スキャンダルも、これが主な原因でした<sup>12</sup>。国内と海外の子会社が売上を過大計上し、同社は収益の帳尻合わせに苦慮しています。

上場子会社の場合、親会社そのものによる不正な支配の事例も見られます。親会社が、自社の利益のために子会社に設備投資を要請する場合や、さらには子会社のキャッシュフローを直接コントロールするケースもあります。

私たちは、この問題の最良の解決方法は、日本企業の子会社構造への依存を減らすことだと考えていますが、実際にそうなりつつあります。例えば、日本の最大のエレクトロニクス・コングロマリットのひとつである日立製作所は、2019 年に、上場子会社である化学企業の株式の 51%を売却し<sup>13</sup>、最近では、半導体装置事業の少数株主分の買い取りを検討中です。日立の成功に加え、東京証券取引所による大手企業保有子会社の TOPIX のウエイト引き下げの規定変更もあり、日本の他のコングロマリットもこれに追随する様子を見せています<sup>14</sup>。

一方で、少数株主保有分の買取プロセスは、複雑になる場合があります。親会社はその立場を利用して大幅に低い価格で買い取るだろうと、少数株主が考えるためです。そのような事例が、2017 年にパナソニックがパナホームを完全子会社化しようとした際に見られました<sup>15</sup>。パナホームの第 2 位の株主は、提示された買

<sup>10</sup> 日本取引所グループ、2021 年 7 月現在

<sup>11</sup> 「役員一覧：取締役」

<https://www.hoya.co.jp/company/directors.html>、2021 年 6 月 29 日

<sup>12</sup> ブルームバーグ、2018 年 10 月

<sup>13</sup> 「Hitachi to sell chemical unit and diagnosis imaging equipment

units」、ジャパンタイムス、2019 年 12 月 19 日

<sup>14</sup> 「Tokyo's Promise of Generational Stock Revamp Draws Skeptics」、ブルームバーグ、2021 年 2 月 8 日

<sup>15</sup> 「Hedge Fund Oasis Pushes for a Better Panasonic-PanaHome Deal」、ブルームバーグ、2017 年 2 月 20 日

取価格が企業価値を50%以上過小評価しているとして、価格引き上げを要求し、日本企業のコーポレートガバナンスが機能しているか否かのテストケースだと主張しました。最終的に、パナソニックは提示価格を20%引上げ、オファーの現金部分を割り増ししています<sup>16</sup>。このケースは、最近の他の事例も含めて、親子会社の構造が資産価値の大幅な過小評価につながり、不当に上場子会社の少数株主に不利益を与えている状況を如実に表しています。

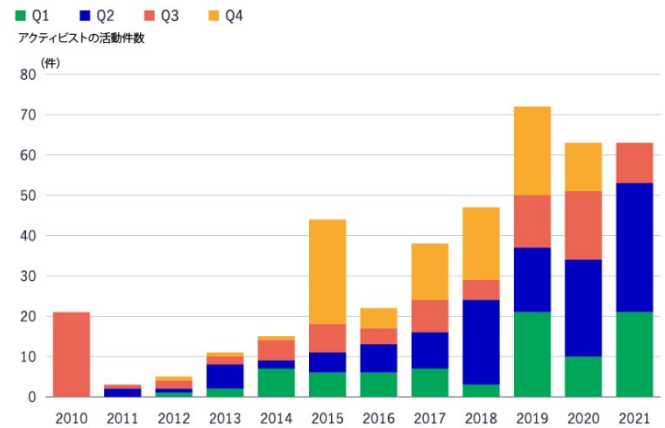
## 5. アクティビスト（物言う投資家）について

投資家の行動主義（アクティビズム）は賛否の分かれる問題で、ビジネス社会において、いつも好意的な目で見られているわけではありません。日本で最も有名なアクティビストの村上世彰氏が、インサイダー取引で有罪となった日本では、その傾向はさらに強いと思われ<sup>17</sup>。村上氏の有罪判決と、グリーンメール（敵対的買収回避のために企業がプレミアムを付けて株式を買い戻すことを狙い、その企業の株式を買い集める行為）に対する申し立てにより、日本におけるアクティビズムのマイナスイメージは高くなりました。

その結果、多くの日本企業が、いわゆるポイズンピル（毒薬条項）を導入しました。これは、不本意なオファーを排除するため、追加発行される株式を既存株主が割安で買えるようにするもので、それにより、潜在的な乗っ取りのコストを引き上げるためのものです。これらの条項は、本来であれば行われるべき変革を、経営者が阻止するツールとして使用することが可能なため、多くの点で、日本のコーポレートガバナンスの進展を著しく遅らせました。

とはいうものの、今日、日本の投資家のアクティビズムは以前とは異なった様相を呈しています。手っ取り早く利益を得るためではなく、ガバナンス向上と能力の低い経営者排除の手段として、注目が高まっています。実際に、日本の株主アクティビズムのランキングは、2018年を除き、2015年以降2位を維持しています<sup>18</sup>。

## 加速しつつある日本の株主アクティビズム



出所：ブルームバーグ、CLSA、2021年8月24日現在

過去12カ月でみると、アクティビストは、自己資本利益率（ROE）が目標に達していない企業や、取締役会においてトップが絶対的な権力を有している企業をターゲットにしています。最近の例では、米国のアクティビストの2年間に及ぶ働きかけで、3人の外国人取締役指名を強いられた、光学機メーカーのオリンパスの事例があげられます<sup>19</sup>。また、LIXILグループにおいて、瀬戸欣哉氏のCEO復帰は、日本のコーポレートガバナンス上、注目すべき勝利です。瀬戸氏は企業再生のために雇われたものの、LIXILの創業一族の一人と対立し辞職に追い込まれましたが<sup>20</sup>、株主提案によってCEOに復帰しました。私たちは、これらの事例が意味することは極めて明らかだと考えています。ガバナンスに関して日本は大きく前進し、投資家によるアクティビズムのマイナスイメージはある程度払拭されてきました。

日本ではいま、投資家アクティビズムは以前ほど珍しくありません。株主構成の変化（企業に対して中立的な株主の割合上昇）によって、アクティビストは、取締役会レベルで議決権の行使を通じて変化を促すことが可能な、強固な手段を有しています。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF、日本最大の公的機関投資家）などの政府関連機関が、議決権の行使と環境および社会の主要な問題に関する明確な投資家方針を表明していることで、今ではこの動きの重要性と信頼性が高まっています。

<sup>16</sup> 「Panasonic raises PanaHome buyout offer to appease shareholders」、ロイター、2017年4月21日

<sup>17</sup> 「Japan financier Murakami jailed for insider trading」、ロイター、2017年7月19日

<sup>18</sup> ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ、2021年8月4日現在

<sup>19</sup> 「US fund ValueAct forces Olympus to appoint 3 foreign directors」、ファイナンシャル・タイムズ、2019年1月11日

<sup>20</sup> 「Former CEO of Japan's Lixil returns after governance tussle」、ロイター、2019年6月25日

## 6. すべての投資家に関わる日本のステュワードシップ・コード（機関投資家の行動指針）について

日本の金融庁は、2014年に有識者検討会を立ち上げ、機関投資家向けにステュワードシップ・コードを策定しました。その指針では、機関投資家による「投資先企業との建設的な『目的を持った対話』」が推奨されています<sup>21</sup>。言い回しにはあいまいな点もあるものの、日本の経営者と投資家との建設的なコミュニケーションへの道を開きました。この分野でも、やはり進展はみられています。2021年6月現在で、309の機関投資家が署名しており、その3年前の署名機関数221から大きく増加しています<sup>22</sup>。

### 日本のステュワードシップ・コード： 高まりつつある支持

署名機関	2018年2月	2021年6月
信託銀行	6	6
資産運用会社	158	199
保険会社	22	24
年金基金	28	68
その他	7	12
合計	221	309

出所：金融庁、2021年6月

### 日本株に対する投資アプローチへの示唆

活力と挑戦する気概を持った経営陣が健全なビジネスを主導し、その目的を実現するには、企業の取締役会の構成がその枠組みを提供するという信念こそが、マニュアル・インベストメント・マネジメントの投資哲学の根幹です。したがって、投資先の経営陣と積極的な対話を実践し、取締役会の構成については、以下のような一定条件を満たしているかを確認します。

- 取締役会の少なくとも1/3が独立取締役
- 完全に独立した指名委員会

- 取締役会の多様性（女性／外国人の参加）に関する明確な方針、および実現に向けたスケジュール
- 業績連動報酬の明確な開示
- 株式持ち合い解消に向けた方針、および実現に向けたスケジュール

私たちは、議決権を行使し、これらの条件が満たされるよう、または、いつ、どのようにそれらの条件が満たされるのかについて、明確な方針が設定されるよう求めます。

### 改善が続く日本のコーポレートガバナンス

ネガティブなニュースもありますが、日本のコーポレートガバナンスは改善が続いています。取締役会の構成は改善し、社外取締役が取締役会の意思決定に大きな影響を及ぼしつつあります。最近公表された、第一生命による発行済み株式の15.25%買戻しの事例<sup>23</sup>は、アクティビズム、社外取締役によるサポート、株主の利益に配慮する意思を持ったトップマネジメントの融合の成果だと考えています。

終身雇用制に対するこだわりが薄れつつあり、革新と新たなビジネスチャンスを生み出せるスキルを備えた労働者に対する注目が一層高まり、企業のカルチャーもまた変化しつつあります。私たちの分析によれば、新型コロナウイルス感染拡大により経済活動が制約された昨年は例外として、日本株のROEは2016年以来、一貫して上昇しています。これは、企業のガバナンスとカルチャーの改善が、その一端を担っているものとみています。このような変化は既に根を下ろし、今後とも一層の改善がみられるだろうと考えています。

<sup>21</sup> 「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版ステュワードシップ・コード》」、金融庁、2020年3月

<sup>22</sup> 金融庁、2021年6月30日

<sup>23</sup> 「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」、第一生命ホールディングス、2021年3月31日

## ディスクレーマー

■本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。■参考として掲載している個別銘柄を含め、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。■本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません■本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。■本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。■本資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。■本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。■本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 433 号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会