

ICGN(国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク)
トロント 国際会議報告

2010年6月7～9日

講師： 大楠泰治 日本取締役協会 理事

2010 年 ICGN トロント国際会議報告

総括

2010 年 6 月テーマは、2008 年金融危機後の『変化するグローバル・バランス』

2008 年金融危機の反省から、ガバナンスの世界は劇的な変化を遂げようとしている。新たな規制枠組み、新しい資本政策、新興資本市場、そして新たなプレーヤーが、どのようにグローバルなバランスを変えようとしているか議論することが、今国際会議の目的。

参加者は、全体で 420 名。地域の内訳は、北米 305、欧州 61、アジア 23（内日本 7）、中南米 16、中近東 10、アフリカ 2。国別では、カナダ 199 を筆頭に、米国 106、英国 28、ブラジル 12、サウジ・日本各 7 が上位 5 カ国。日本からは、投資家の出席はなかった。

セッション

(1) 開会式

- カナダ代表の挨拶
 - － Mr. Jim Flaherty, 財務大臣

“Finance Minister of the Year 2010”に選ばれた。英国の Brown 元首相が、金融危機の銀行を非難してグローバル銀行税を提唱したとき、彼はカナダの銀行は危機に際しても責任ある行動を示したとして、反対した。

(2) 『新しいグローバル経済バランス』

[問題提起]

2008 年金融危機、2009 年“大景気後退”及び 2010 年ユーロ危機によって、グローバル金融システムのガバナンスに鋭い疑問が投げかけられている。全世界で不良資産の償却は、記録的な 4 兆米ドルに迫っている。グローバルなガバナンス・ギャップは如何に埋められるのか？ 今後は、グローバル市場の一体化は脅威にさらされるのか、それとも広がった社会的な非難の渦は収まるのか？世界経済のバランスの観点からすると、“新たな正常状態”とはどのようなものになるか？

[議論]

- 一連の金融危機に際して、各国政府は資本市場に問題ありと非難しているが、金融業界の過度のリスク・テイキングは政府がモラルハザードを許容したことにあるのではないか。
- “too big to fail”問題に対処するためには、金融事業の範囲・規模についてアクティビストを含む投資家が圧力をかけるべき。
- 資本を惹きつけるのは各国の競争力が重要で、南欧諸国はそれを怠ったまま海外負債を増加

させてことに問題あり。

- 金融業界の取締役会は、以下について説明責任がある。
 - ① 長期資金の使途・調達
 - ② 資本の効率性
 - ③ 取っているリスクの分析
 - ④ “corporate control”（買収防衛策）

（3）『取締役にもっと女性を登用すべきか』

〔問題提起〕

多様性はグループの行動の仕方を変える。多様性が大きければ大きい程、創造性を育てたり、問題に対する見通しや解決策についての幅が広がることを指摘するケースが増えている。女性の取締役が増加すると、取締役会への出席行動、頻度について大きな変化が起こると言われている。世代間のバランスが取れていない取締役会では、CEOを更迭したり、取締役の指名システムや報酬体系を改定したりすることに消極的に見える。しかし、だからと言って、それが女性の取締役登用を促す十分な理由になるだろうか？ このセッションでは、北米やノルウェー（法律で取締役の多様性を義務付けている唯一の国）における研究及び実務における経験を論じる。

〔議論〕

- 女性の取締役は、英国&豪州で15%、カナダ10%、スペイン6%、イタリア・ポルトガル各3%。FTSE500社を9つのカテゴリーで比較すると、女性が3名以上いる会社の収益率が高いという研究結果が得られている。
- ノルウェーでは、政治家には女性が多くなったが、ビジネスではまだそうではない。ただ、女性取締役が3名以上になれば、女性は細部にこだわる傾向があるので、議論が深まり、違う視点が得られる。
- 米国において上場2千社の8年間の傾向を見ると、女性取締役は、監査・指名・ガバナンス委員会に多く、報酬委員会には少ない。女性取締役がいる会社で、CEO交替が多くみられることから、CEOにはタフなガバナンスと言える。
- ある研究結果では、女性取締役のいる会社のうち55%でROEが良くなり、40%において売上増加が見られた。
- 女性取締役の登用は、良い男性取締役を惹きつける役割をもち、更に女性の執行役員を増加させることに役立っている。
- 豪州では、トップ50社において、女性取締役のためのメンターシステムがある。

（4）『資本市場の進展－良いガバナンスに対する脅威』

〔問題提起〕

資本市場には良い面と悪い面とがある。経済成長や富の蓄積に貢献する一方で、特定の市場関係者に管理されたり、不正操作される可能性がある。新しい取引所の役割、高頻度の売買、デリバ

ティブをベースにした ETF、証券取引所間の規制裁定等がガバナンスに与える脅威について議論した。

[議論]

- カナダでは、12 百万人の株主がおり、ガバナンスは投資家の問題というよりは、国民の問題と認識すべき。
- 今回の金融危機においては、政治家は市場を非難しているが、金融機関を規制すべき政治家・官僚の失敗ではないのか。
- トロント取引所の参加企業においては、伝統的な大企業では経営陣のモニタリングが重要で、新興企業においては情報公開がより重要であるという認識である。
- 機関投資家の投資決定プロセスを明確にすべきで、議決権行使は株主の義務として認識すべき。しかし、一部に出ている議決権行使をしない株主にペナルティを課するというのは行き過ぎ。
- 全ての国で議決権行使の結果公表を義務付けるべき。

[会場への質問]

Q. 過去の映画の中で、ガバナンスに関してベストなものは？

- | | |
|----------|-----|
| ① ウォール街 | 26% |
| ② タイタニック | 7% |
| ③ 市民ケーン | 14% |
| ④ 不都合な真実 | 20% |
| ⑤ エンロン | 33% |

(5) 『CSR における新たなバランス』

[問題提起]

企業がステークホルダーとの間の関係を理解し上手く管理することは、経営戦略を実施するための企業の能力を判断するのに重要である。CSR の大変重要な要素である環境戦略は、投資家・企業側・政府にとって最重要課題である。資源セクターは、この分野において極めて注目度の高い問題（BP のメキシコ湾における石油汚染）に直面している。主要企業の CEO たちが、環境へのインパクトを低減する方策について議論する。

[議論]

- カナダは石油の埋蔵量で世界第 2 位にあり、石油産業においては、二つの重要な課題がある－①環境問題、②資源探査。
- 環境問題に対しては、投資家や規制当局との間で、情報交換及び対話を継続していく必要を感じている。
- 時価総額 250 億ドルの Cenovus Energy 社では、3 つの“R”で説明
 - ① Rigorous : 効率の良い資源探査
 - ② Respectful : 関連する地域にとって適切な義務を果たす

③ Ready : 新しいアイデアを大事にする

- 688km もの北米最大のガスパイプラインを持つ TransCanada 社は、大惨事リスクをどうマネージするかを常に考えている。そして、油田から車まで (well-to-wheel) Green Gas Emissions の実現に努めている。

(6) 『IFRS 問題—会計はグローバル金融危機の根本の原因だったか?』

[問題提起]

会計基準問題は、金融危機を起こした一つの原因だったか? 今後、会計基準は企業に対してどのようなインパクトをもたらし続けるのか?

[議論]

- Fair Value A/C が問題ではなく、オフ・バランスシート会計や異常に複雑な取引の仕組みが企業の実態を見えにくくした。
- 今後は、IFRS により “Global Reality” を表わし、“Order (秩序)” と “Uniformity (統一性)” を実現していくことを希望。

[会場への質問]

Q 1. 世界的に統一された会計基準は次のどの方向に向かうと考えるか?

- | | |
|-----------------------|-----|
| ① より良い財務諸表と投資判断の基準となる | 35% |
| ② 潜在的に会計基準の形骸化につながる | 34% |
| ③ 企業実態を理解するのが困難になる | 26% |
| ④ その他 | 5% |

Q 2. どんなに精巧な基準を作っても、必ず抜け道を探すことになると思うか?

- | | | | | | | | |
|-------|-----|------|----|------|-----|--------|----|
| ① Yes | 59% | ② No | 7% | ③ 時々 | 33% | ④わからない | 1% |
|-------|-----|------|----|------|-----|--------|----|

(7) 『新たなバランス—世界最大の株主たち』

[問題提起]

大きな年金基金の比重、ひいては影響力が増加し続けている。世界最大の株主たちの投資及びガバナンス哲学について論じる。発展途上国への投資を拡大する時、どのようなガバナンスを求めていくのか? 米国で高まっている株主民主主義の活動にどのような反応を示すのか? 役員報酬に対する発言権 (say-on-pay) についてどのように考えているのか? 投資対象企業における取締役会の機能を確保するにはどうすれば良いのか?

[議論]

- 長期的に見ると、フルに世界経済が統合される経済モデルに移行することが予想されるが、その過程は振幅の大きいものとなろう。
- 2000年から2020年のGDPの成長率は、全世界で42%増 (non-OECD: 140% 増、OECD:

30%増)

- 世界の人口動態シフトと都会化の加速—都会の人口は、51%（2010年）から60%（2030年）となり、中産階級は増加する。次の20年間でみると、40億人の収入が4倍になると予測。
- その結果、資源に対する需要は大幅に増加する。石油価格は、景気拡大に伴い大きく上昇するだろう。
- しかし、債務の増加率は、すでにGDPの増加率を上回っており、景気刺激を今後どれくらい続けられるか不透明。
- 将来のシナリオ分析では、均衡の取れた経済拡大の可能性が38%であるのに対し、不均衡な拡大の可能性が62%。
- 不均衡な拡大なら、新たな金融危機（financial earthquake）が起こる可能性が高まる—通貨・資源・政府債務の分野
- 投資家は、既にそのリスクを予見している。新たな金融危機の可能性のアンケート調査によると、①必ず起こる 25%、②非常にありそう 50%、③ありそう 25%、④ありそうにない 0% ⑤ありえない 0%。
- 投資ポートフォリオを多様化することによって“earthquake”は避けられない。独立したRisk Managementの専門家が、どこに“turbulence”があるかを予想しておく（“skinning sky”）。
- そのためには、取締役会は①高い能力を持つ、②説明責任を果たす、③能力ある取締役のリクルートが必須。

[会場への質問]

Q1. 投資家として何に最も関心があるか？

- | | |
|---------------------|-----|
| ① リスクの集中 | 47% |
| ② Due Diligenceの正確さ | 28% |
| ③ 企業の存続価値 | 9% |
| ④ Emerging Market | 9% |
| ⑤ その他 | 7% |

(8) 分科会

米国スタイルのガバナンスと資本主義は、金融危機を受けて強い非難にさらされている。今こそ、特定の問題及びその解決策に特化するときである。幾つかのテーマごとに分科会で議論。

1. 『役員報酬』

[問題提起]

役員報酬については多くの報道で、いかにひどいプランが実施されており、それが金融危機に繋がったということがわかった。しかし、我々はどこまで現状について認識を深められているのか？規制当局は、開示の徹底・支払の先送り・損失時の差引等を提案したが、それで

充分だとは思われない。役員報酬の問題点とその解決策へのギャップをどう埋めるのが課題。

[会場への質問]

- ① 役員報酬への規制当局案についてどのような意図を反映すべきか？
 - a. より良い規制 67%
 - b. より少ない規制 33%
- ② 業績連動の報酬体系には何が重要か？
 - a. 情報公開 37%
 - b. 業績評価方法の精査 23%
 - c. その他 13%
- ③ 株主が主張する“say-on-pay（役員報酬に対する発言権）”に拘束力をもたせるべきか？
 - a. Yes 28%
 - b. No 67%
 - c. Don't know 5%

2. 『鉛か鞭かそれとも規範か？ 株主が良い“執事 (stewards)”になるにはどうすべきか？』

[問題提起]

英国では初めて“投資家にとって最善の実務規範”を制定することになった。この規範は、他の世界のモデルとなりうるか？ 他の国でも自国の規範を作ろうとしているが、世界共通の規範というものはありうるか？ 障害があるとすれば、それは何か？

[会場への質問]

- Q 1. グローバルなガバナンスの行動規範は必要か？
- a. Yes 74%
 - b. No 20%
 - c. Don't know 6%

3. 『取締役会は金融危機から何を学んだか？』

[問題提起]

幾つかの企業は傷つき、打ちのめされたが、一方で上手く乗り切った会社もあった。それらの経験から何を取締役会は学んだのか？そして、何が変わったのか？

[議論]

- 取締役会（特に金融機関）のリスク分析に甘さがあった。報酬についても、box tickingで過度のリスクをとることに歯止めをかけられなかった。
- そのような問題を抱えているので、金融機関の取締役への人気は低い。

[会場への質問]

- Q 1. 取締役会は、今回の経験を生かして改善の方向に向かっているか？
- a. そう思う 59%
 - b. 思わない 41%
- Q 2. 金融機関の取締役としての資質・資格は充分だったと思うか？
- a. そう思う 29%
 - b. そう思わない 63%

c. 分からない 8%

4. 『Board Communication(取締役会との情報交換)』

[問題意識]

取締役会と株主とが情報交換を深めれば、ガバナンスは改善するということについてコンセンサスができてきた。情報交換はどのように行うべきか？ 誰がこの情報交換にかかわるべきか？ そこで、何を議論すべきか？

[会場への質問]

Q 1. 情報交換が不十分なのは何が問題か？

- | | |
|-----------|-----|
| a. 取締役会 | 13% |
| b. 株主 | 13% |
| c. 経営者 | 15% |
| d. 以上のすべて | 59% |

Q 2. 金融危機後、情報交換に変化があったか？

- | | |
|----------|-----|
| a. 改善した | 67% |
| b. 悪くなった | 6% |
| c. 以前と同じ | 27% |

Q3. 情報交換の方法として一番良いものは何？

- | | |
|--------------|-----|
| a. 個別面談 | 63% |
| b. 電話会議 | 5% |
| c. 書面によるやり取り | 23% |
| d. その他 | 8% |

5. 『株主代表訴訟』

[問題意識]

最近の株主代表訴訟から学べるものは何か？ 株主代表訴訟は、ガバナンス改善に役立ったか？ 金融危機後の株主代表訴訟の傾向は？ 株主代表訴訟は米国以外にも広がるか？

[議論]

- 不法行為に対しては訴訟が提起される傾向は顕著になっているが、ビジネス行為そのものについては消極的。
- SOX 法以降、訴追の対象にならないようリスク管理が形式的になっている傾向。

[会場への質問]

Q 1. 株主代表訴訟のメリットを享受するのは誰か？

- | | |
|----------|-----|
| a. 過去の株主 | 3% |
| b. 訴訟人 | 48% |
| c. 市場全体 | 43% |
| d. その他 | 6% |

Q 2. 株主代表訴訟でデメリットを受けるのは誰か？

- | | |
|----------|-----|
| a. 現在の株主 | 38% |
| b. 保険会社 | 20% |
| c. 企業 | 33% |
| d. その他 | 9% |

6. 『特定の株主が過半数を持つ会社、或は未上場企業のガバナンスの問題』

[問題意識]

特定の株主が過半数を持つ企業（“Controlled Company”）でも、長きに渡って業績の良い場合は多い。そこから学べるものは何か？ 説明責任が欠如する傾向にあるので、少数株主はそれに伴うリスクを取る覚悟が必要だし、警戒の兆候について注意する必要がある。少数株主が大株主に取れる対策はあるのか？

[議論]

- 利益相反取引のコントロールが重要。
- 独立取締役の存在が必須。

[会場への質問]

Q 1. 特定過半数株主は経営陣から独立していると考えるか？

- a. そう思う 31% b. そう思わない 65% c. 分からない 4%

Q 2. 特定過半数株主は高いガバナンスのスタンダードを持つべきか？

- a. そう思う 55% b. そう思わない 42% c. 分からない 3%

(9) 『議決権行使の質』

[問題提起]

世界中で、株主総会における議決権行使には、深刻な問題があることが認識されている。議決権を行使しても、計算されなかったり、喪失されたり、分配されたり、拒否されたりするケースがある。派生株式商品は、第二の問題を生み出す。過剰行使（“over voting”）や経済的な権利を持たない者が行使する場合（“empty voting”）が出てくる。最終結果には影響ないというものの、意思決定過程に歪みが生じる恐れがある。

[議論]

- 企業は事業戦略に注力し、ガバナンスは誰かに任せるという傾向があり、機関投資家は、投資戦略に注力し、ガバナンスは誰かに任せるという両極化から、問題が生じている。
- “戦略的アクティビスト”（株式市場外での活動で、経営者に圧力を掛ける）の出現。
- 議決権と経済的利益との分離（貸し株、トータルリターン・スワップ）をどう規制しているか。
- 議決権の計算方法に困難さがつきまとう。電子投票の信頼性をどう確保するのか。

(10) 『コーポレート・ガバナンスにおけるヘッジファンドの進化する役割』

[問題意識]

株式に特化した投資戦略をとる投資会社の増加——①M&A裁定取引、②統計的裁定取引 (“StatArb”)、③静かなアクティビスト、これらのヘッジ・ファンドはどの程度市場に影響を与えているのか？

[議論]

- 全世界の投資運用残高は 38 兆ドルで、機関投資家全体では 25.6 兆ドル（内米国で 10 兆ドル）。
- ヘッジ・ファンドの問題点は、①透明性に欠く、②流動性が高い、③受託義務に疑義、④超短期志向、⑤不正取引。
- アクティビストの標的は大企業。理由は、①大きな価値が隠されている、②情報量が多い、③連結会計が複雑。どのようにすれば、隠されている価値が顕在化できるかが鍵で、取締役の構成、大株主、経営陣の分析は欠かせない。超短期志向といわれるが、分析には相当時間をかける。
- 欧州銀行の問題は、ROE しか言わず、レバレッジやオフ・バランスシートには言及しないこと。レバレッジを掛けないリターン (“unleveraged return”) は低い。

[会場への質問]

Q 1. ヘッジ・ファンドと一般の機関投資家とは何が違うのか？

- | | |
|---------------|-----|
| a. 同じ、ただ報酬が高い | 17% |
| b. 性質が違う | 14% |
| c. 全く異なる | 18% |
| d. タイプによる | 48% |
| e. その他 | 3% |

Q 2. ヘッジ・ファンドだけだったら経済はどうなるか？

- | | |
|------------|-----|
| a. 成長にマイナス | 30% |
| b. 成長にプラス | 42% |
| c. 同じ | 28% |

(11) 『経済成長の新たなバランス—Emerging Market』

[問題提起]

ガバナンスは地域を問わず、資本市場の形成には不可欠。途上国におけるガバナンスへの取組は、それぞれの市場・文化に適合した形で進展してきた。どのような改善に向けての取組がなされているのかを議論する。

[議論]

- Brazil では、全上場企業の 20%が独立取締役を任命。
- India は、中国に次いで第二位に魅力のある国で、2011 年には IPO が 450 億ドルを予想。

政府やファミリーが大株主の企業が多く、ガバナンスは課題。

- 中国は、政府系企業が多く、少数株主の意見は取り入れられていない。政治的な報道には制約がかかるが、資本市場の問題には寛容。
- いずれの国においても、政府の役割が非常に大きい。

[会場への質問]

Q 1. 次の国のうちガバナンスが良いのはどこか？

a. Brazil	71%
b. China	1%
c. India	9%
d. Korea	19%

以 上

本件に関するお問い合わせ

一般社団法人 日本取締役協会

〒105-6106 東京都港区浜松町 2-4-1 世界貿易センタービル 6 階

電話 03-5425-2861 e-mail: info@jacd.jp