BAIN & COMPANY

Compass

Vol.1 2017

1. 日本企業の社外取締役とガバナンス
   ～現状と今後のあり方～

2. 創業魂を入れたガバナンス改革

Contents

1.　日本企業の社外取締役とガバナンス　3
～現状と今後のあり方～
火浦俊彦・石川順也

2.　創業魂を入れたガバナンス改革　11
火浦俊彦

Compass創刊にあたって

ベイン・アンド・カンパニーのロゴは、方位磁針をモチーフにしています。針が少し東に傾いているように見えるのは、磁北ではなく真北（True North）を示したい、すなわち通説や思い込み、政治的妥協などによる「一見正しい答え」や、単に理論的に正しいが実行不可能な答えではなく、企業と社会の最大価値追求の視点から、客観的な事実の分析に基づいて導出され、かつ実行可能性も考慮された「本当の答え」をご提供したいという、我々の思いを表現したものです。

このたび、弊社東京オフィスとして皆様にお伝えしたい最新の研究成果や知見をまとめた小冊子を新たに定期刊行するにあたり、その名前を『Compass』としたのも、そうした我々の経営コンサルティングの姿勢を表現したものです。本冊子で今後お伝えする内容が皆様の真の経営課題についての気づき、何らかの意思決定の指針、行動の後押しに少しでも貢献できれば、望外の喜びです。

記念すべき第１号では、日本企業のガバナンスについての研究成果をご紹介します。日本企業が経営改革を進めるうえでの一つの鍵となるのが、ガバナンスの強化です。各種のガイドラインもあり、社外との対話を企業価値向上への糧として重視する経営者は確実に増えつつあります。しかし、全体としてみれば日本の取締役会のガバナンス改革はまだ端緒についたばかりであり、米国などとの差は

未だ大きいのも事実です。今号の前半では、取締役会の構成と企業価値との相関を調査・分析し、企業価値を上げている企業の事例から、効果的なガバナンスに必要不可欠な要素を解説しております。また後半では、日本企業のリーダーが自らの創業魂を呼び覚まし、その精神を企業運営の根幹となるガバナンス運営に注入していく必要性について論じています。

単なる規制対応のための守りのガバナンス改革の議論や、制度の優劣を比較したテクニカル論ではなく、本当に企業価値を向上させるための攻めのガバナンス改革に向けて、今号が皆様のご参考になれば幸いです。

ベイン・アンド・カンパニー・ジャパン
マネージング ディレクター
奥野 慎太郎

日本企業の社外取締役とガバナンス
～現状と今後のあり方～

背景

かつての日本企業経営は典型的には完全純血、有機的成長、輸出型海外展開で、人材の流動性も極めて限定的、かつ株主以外にもステークホルダーを強く意識する、といったものであった。しかしそれはこの10年強で、合併・買収（M&A）、垂直立ち上げ型の海外進出、人材の流動化、ROE経営等の方向へ大きくシフトしてきている。このような環境下で日本企業が成長していくためには、大きなトランスフォーメーション（改革）が欠かせない。では、どのように改革を行えばよいのだろうか。経営改革を進めるうえで一つのカギとなるのが、ガバナンスの強化である。実際、完全純血から脱却し、社外との対話を糧とし、企業価値向上へのアドバイスに耳を傾ける経営者は増えつつある。

日本企業のコーポレートガバナンス改革を巡る取り組みは、近年大きく加速している。2015年6月から適用されている「コーポレートガバナンス・コード」では、株主の権利・平等の確保や適切な情報開示と透明性の確保、取締役会などの責務等に関する原則が明示されている。法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではないが、原則を実施しない場合には、その理由を十分に説明することが求められる。

取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件に関する「コーポレートガバナンス・コード」の原則では、「取締役会は、その役割・

責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである」とある。たとえば、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場企業はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきである」という記述があるが、これは、社外取締役を単に設置しさえすればよいという捉え方ではなく、社外取締役を置く場合にはその期待される役割・責務に照らし、その存在を活かすような対応をするか否かが成否の重要なカギとなるという考えに基づいている。

取締役会の構成

こういった動きを受けて、東証の全上場企業に占める社外取締役選任企業の割合は、2014 年 7 月の約 65% から、2015 年 7 月には 9 割近くへと増加した。日経 225 企業に関していえば、2015 年末の時点で全ての企業が社外取締役を少なくとも 1 名以上選任している。

しかし、日本の取締役会のガバナンス改革はまだ端緒についたばかりであり、米国と比較すると未だ差は大きい。2014 年、S&P500 企業では取締役会における社外取締役の割合が 84% だったのに対し、日経 225 企業では 23% であった。取締役会の平均人数は日米でほぼ同数だが、社外取締役の数に 4 倍近い差があるのだ。

さらに、米国企業の社外取締役には企業経営経験を持つ事業会社出身者の割合も高い。人数に直すと、企業経営経験を保有する社外取締役は、一つの取締役会あたり 1.2 人対 6.5 人と日米で 5 倍の差となっている。日本では学者や法曹界出身者等の比率が高く、企業経営者としての経験に基づく CEO のアドバイザー、監視役としての

「目」を持つ社外取締役の数には日米で大きな差があるのが現状だ。

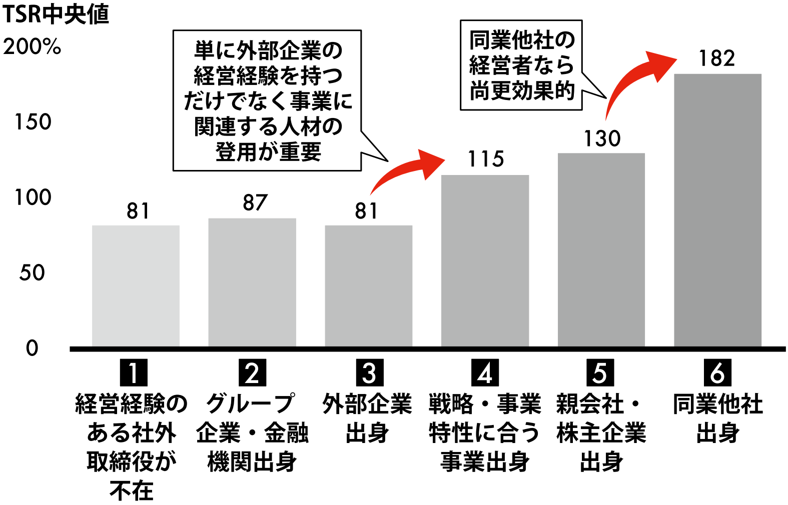
企業価値向上との相関

ベイン・アンド・カンパニーでは、取締役会の構成と企業価値との関連を調査した。東証一部の日経 225、TOPIX100 企業に加え、一部業界においては TOPIX Mid400、TOPIX Small の企業を含めた主要上場企業 500 社を対象に、取締役会の構成と株主総利回り（Total Shareholder Return、TSR）を分析した。

企業価値を上げている企業は、取締役会に社外の血を積極的に導入、活用している。分析対象となった 500 社を、社外取締役の経営者経験度合いと社内取締役の社外経験度合いでセグメント分けし分析したが、取締役の経営者経験や社外経験が多いほど企業に対する効果的なアドバイスが可能となり、それが企業価値向上と相関している。

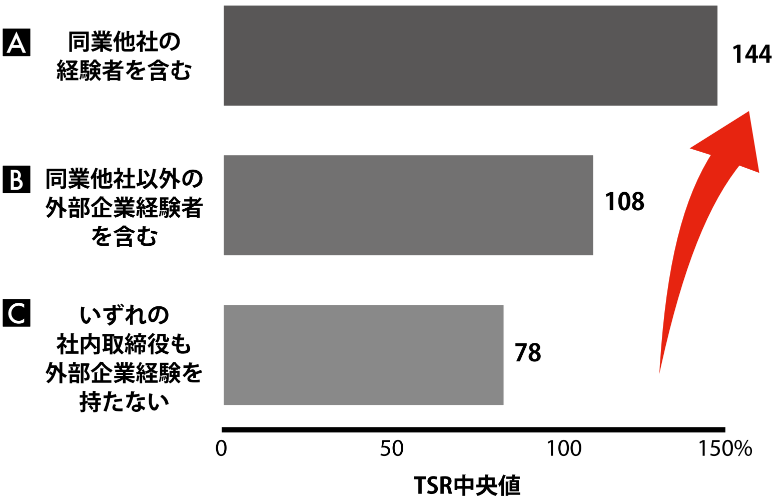
社外取締役の経営者経験度合い別にみると、学者や法曹界、グループ会社や金融機関、外部出身者というだけでは TSR が 80% 程度だったが、自社の戦略事業特性に合う経験を持つ人が社外取締役にいる企業では TSR が 1.4 倍の 115%、親会社や株主企業出身の社外取締役がいる企業では 130%、さらに同業他社出身の社外取締役がいる企業では 182% と 2 倍強のリターンを得ている（図 1）。また、社内取締役の社外経験度合い別では、他社経験が全くない生え抜きの社内出身者のみで社内取締役が構成されている企業の TSR が 78% だったのに対し、社外経験のある社内取締役がいる企業では TSR が 1.4 倍の 108%、さらに同業他社での経験があるとさらに高くなり 1.8 倍の 144% という結果になった（図 2）。

図 1：会社の戦略・事業特性に合う経験を持つ経営者を社外取締役として登用する会社は株主総利回りが高い



注：サンプル企業 500 社　出所：各社 IR、ベイン分析

図 2：外部企業経験の社内取締役を持つ企業は、株主総利回りも高く、同業経験があるとさらに顕著



注：サンプル企業 500 社　出所：各社 IR、ベイン分析

社外取締役活用・運用のベストプラクティス

しかし、ただ単により経験度合いの高い人材を取締役に選任すれば企業価値が上がるというものだろうか。それとも、他に要件があるのだろうか。

複数の社外取締役の選定等、ガバナンスの機関設計は取締役会のガバナンス改革の第一歩である。しかしそれは必要不可欠な一歩ではあるが、企業価値向上を約束するものではない。社外取締役、そしてガバナンスの効果的な「運用」ができて初めて企業価値向上へとつながるのだ。そのためには、社内における社外取締役の受け入れ体制や、自社に融合させるための仕組みが整っているかがカギとなる。

日本の大手企業で社長や役員、社外取締役を務めている方々とのインタビューや議論を通じて、効果的なガバナンスの運用に必要不可欠な６つの要素が浮かび上がってきた。

1. 経営陣のコミットメント：経営トップが社内の視点の限界を認識し、社外取締役の意見が入ることによる摩擦を必要なものと捉えること
2. 期待する役割の明確化：各社外取締役に求める役割や知見について、明確にコミュニケーションされていること。各取締役会のアジェンダにおいても、特に発言を求める箇所が特定されていること
3. 企業ミッションやカルチャーの共有：社外取締役に対して、形式的なだけではない戦略的目線での情報共有が行われていること。良い悪いにかかわらず、自社のカルチャーや力学、自社の常識となっている要素が共有されていること

4. 自社業績、戦略、対象事業についての議論：業界の共通概念や現場や執行に近い情報を社外取締役と共有し、共に議論する場を設定すること
5. フィードバックを得るための適切な「場」の設定：社外取締役と社長のみで本音を話せる場や、重要な執行案件について社外取締役に意見を求める場を設定すること
6. 社外の意見の反映と現場への落とし込み：取締役会で決定された事項の現場への落とし込みが明確化されていること。現場で外部知見の意義が理解され、適切なアクションが取られること

ガバナンスと執行

日本企業が「コーポレートガバナンス・コード」を遵守しガバナンスを強化していくうえでは、今後大きな可能性がある一方で、直面すべきいくつかの課題も存在する。

これまでの典型的な日本企業では、社内で昇進してきた人材が取締役に就任することが一般的であり、コーポレート本部は中長期計画の取りまとめや進行状況のモニタリング、決裁などを中心に行う傾向が強かった。そのような管理体制では、企業のガバナンス活動と事業オペレーションは明確に区別されておらず、一体となって運用される。しかし、「コーポレートガバナンス・コード」適用後のこれからの管理体制では、これらのガバナンスと執行という２つの役割は分離され、それぞれ異なる能力を持つ人材が配置されていくことが必要になるだろう。

この新しい管理体制では、コーポレート本部はガバナンスと執行の結節点となり、それぞれの活動を司る立場となる。取締役会で決議された方針を活動や戦略に噛み砕いて整理し現場へ伝え、また逆

に現場の声を取締役会に伝える役割も担う。執行者、そして監督者としてそれぞれ必要なスキルや知見を持った人材を育成、獲得、強化、維持管理するための仕組みが必要となる。さらには、指名委員会の CEO 職に対する人事権の確保や、企業活動の停滞や澱みを防ぐための定期的な人材の入れ替えも課題である。

多くの日本企業にとって、ガバナンスと執行のバランスを取ることは難しい課題であろう。しかし、ガバナンスと執行、社内取締役からの意見と社外取締役からのアドバイス、深い業界知識と他業界にわたる幅広い知見、といった様々な場面で、バランスを取っていくことは必要だ。監督と執行という両輪をうまく回していくうえで、社外取締役の外部知見や経験を活用し、株主や融資元の金融機関、顧客や取引先企業とコミュニケーションをとることが大きなカギとなる。

日本企業の取締役会のガバナンスは、進化の途上にある。企業のグローバル化や M&A が加速するなかで、「社外の血」を活用する重要性が強く認識されてきている。取締役の人材を多様化し、適切な仕組みに落として運用し活用していくことで、「社外の血」を企業価値向上につなげることができるのだ。社外ステークホルダーの視点を持ち、しかるべき経営経験を持つ社外取締役からの助言を自社に取り入れて活用する企業ほど、バランスが取れ、より効果的なガバナンスをより早く構築できる。その実現によって、企業とその株主に企業価値向上がもたらされるのである。

調査・分析手法

今回の分析では、東証一部の日経 225、TOPIX100 企業に加え、一部業界においては TOPIX Mid400、TOPIX Small の企業を含めた

主要上場企業500社を対象とした。それらの対象企業を、2014年度末の有価証券報告書の記載事項を基に、ベイン・アンド・カンパニーの設定した基準を当てはめ、ボトムアップで各社をセグメント化した。

企業価値をあらわす株主総利回り（TSR）は、2009年末から2014年末まで株を保有した場合の投資額に対するキャピタルゲインと配当の合計とし、セグメントごとに該当するサンプル企業におけるTSR中央値を使用している。

創業魂を入れたガバナンス改革

最近企業のガバナンス構築に関するコンサルティングの問い合わせが増えてきた。ガバナンスコードの導入、高い ROE 達成の要求が企業ガバナンス改革を後押ししているのであろう。ベイン・アンド・カンパニーのプロジェクトでは取締役会の活性化、社外取締役の選任基準の見直し、そして経営戦略・財務目標・人事戦略、役員評価・報酬などを企業価値向上に貢献するような形で統合的に構築・運用するための制度設計を行っている。特に経営リーダーの意思決定に焦点を当て、取締役会や経営会議などの機関決定の場で、企業価値向上を目的として効果的な議論と意思決定を行い、目標を設定し、進捗を管理するための仕組みやツール作りといったハード設計を行っている（効果的な社外取締役のあり方については前掲の『日本企業の社外取締役とガバナンス ～現状と今後のあり方～』参照）。

こうしたプロジェクトを行いながら同時に感じるのは、いくら素晴らしい制度を作ってもこれを運用するリーダーのメンタリティが変わらないと、まさに「仏作って魂入れず」になってしまうということだ。

社内での昇進や昇格がキャリア形成の主流になっている日本企業では、どうしても社内論理が優先しがちである。今日の敵は明日のボスになるかもしれない。社内でお互いの心地よいゾーン（コンフォートゾーン）を壊さないような着地点を見出そうとする力学が働くのは当然だ。「よく知らないから」という口実の下に、自分に関係ない分野については口出しをしない代わりに自分の分野にも口出し無用という不文律も時には存在するようだ。これもお互いのエ

リート意識というコンフォートゾーンに踏み込まれないための生活の知恵だろう。

このようなメンタリティを根底にして、社内には所属員同士の互いの貸し借りから成り立つ複雑なバランスシートが存在し、この貸方が大きい人がリーダーとなりがちだ。最大の貸し借りは、昇進である。引き上げた側の貸し、引き上げられた側の借りはサラリーマン人生で最大の貸し借りだ。このようなバランスシートを崩すことへの潜在的な抵抗感はかなり強い。どうしてもこの社内の様々な力学を壊すような視点での議論がしにくくなる。要は「内向き」になってしまうのである。さらに、目的が社内力学の中での身の処し方になるので、会社の将来を我が事として考えるよりも己の将来を我が事として重きを置いてしまう。このように書いてしまうと、実も蓋もない、組織の実情を知らない頭でっかちのコンサルタントの戯言と思われる方も多いであろう。ただ、短い期間ではあるが、私もサラリーマンをやっていたことがあるし、また、日々接するクライアントは必死に将来に向けて努力されている方々ばかりだ。この社内力学がもたらす壁の前に絶望している姿をよく拝見し、むしろ悲哀にも似た共感と、これをなんとか打破したいという気持ちから本稿を書かせていただいていることをご理解いただけるとありがたい。

では、リーダーに求められるメンタリティとは何か。一言で言えば創業魂（そうぎょうだましい）である。もし、自分が創業者であったとしたら、会社の命運はまさに自分の命運である。自分だけではない、子どもの、そして家族の命運である。顧客の心をつかみ、競争に勝つために必死に戦う戦闘精神だ。したがって、会社の資金は一銭たりとも無駄にできない。将来に繋げるためにすべて投資しないといけない。これがおそらく多くの創業者が創業した時の心持ち

ではないだろうか。こうした企業オーナー的なメンタリティがあって、初めて様々なガバナンスの制度は意味を持つ。

創業魂の入ったガバナンスの仕組みを構築することは容易ではない。どうしても企業が大きくなると仕組みばかりが高度化して、仕組みが人々の行動を規定してしまう。組織の官僚化が創業魂を隅に追いやってしまうのである。本稿では創業魂とガバナンスの仕組みの双方を兼ね備えた事例として、3G キャピタルというブラジルの投資ファンドを紹介したい。事業会社ではない投資ファンドが投資先に創業魂を持った会社運営を求め、日本人の目からするとかなり激烈な変革を行い、見事な実績をあげているのは皮肉な話である。そのやり方には賛否両論あるだろうし、永続的な企業成長に繋がるのか不明な部分も多い。しかしながら、その行動から学び、取り入れることも多いのではないかと思う。

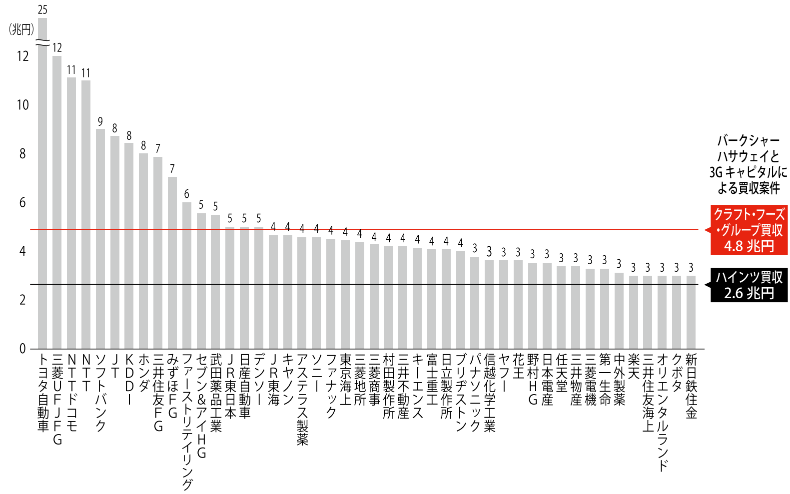
3Gキャピタルは、ブラジルの所得番付で1位にもなったジョルジ・パウロ・レマンを中心に始めた投資ファンドである。2010年には米ハンバーガーチェーンであるバーガーキングを約40億ドルで買収しており、世界第1位のビール会社であるベルギーのアンハイザー・ブッシュ・インベブ（ABI）の大株主でもある。

3G キャピタルが関与した案件には、2015 年 11 月に発表された ABI による英 SAB ミラー買収や、バークシャー・ハサウェイと共同で行った 2013 年の H. J. ハインツ買収とその後のクラフト・フーズ・グループとの合併などがある。まず、注目すべきはその買収金額である。ABI の SAB ミラー買収合意金額は 710 億ポンド（13 兆円）、ハインツの債務を含む買収額は 280 億ドル（2.6 兆円）、クラフトの買収には 400 億ドル（4.8 兆円）を投じたと報道されている。

この規模の企業価値を持つ日本企業は 20 社もない（図 1）。言い

図 1：日本の一部上場企業の企業価値を優に超える規模の ファンド買収案件が近年生じている

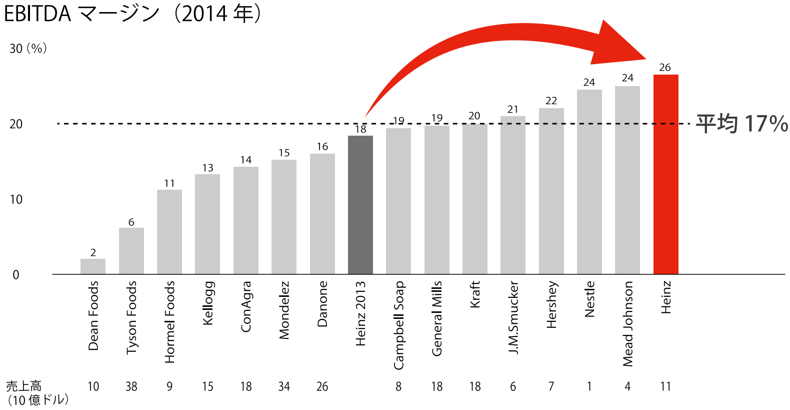
大手日本企業の時価総額（2015 年 8 月）



注：時価総額が 2.5 兆円以上の企業に限って表示　出所：Capital IQ

図 2：ハインツの利益率は買収 1 年後に大きく改善

EBITDA マージン（2014 年）



出所：Capital IQ、Kraft 10-K、IR 資料

図 3：投資ファンドの収益改善手法

ビジョン、到達点、変わらなければいけない理由を明確に
- 成長戦略を明確にし、企業のポートフォリオを明確にする
- 売上、利益の成長をマクロトレンドの分析、株主リターン、ROCE の分析から明確にする
- 必要不可欠な能力、戦略強化の観点から投資、支出のゆがみを是正する

短期的な施策

- **コスト削減**
  - 販管費削減プログラムを直ちに開始
    - ▶ 10% 以上の削減を目標にする
  - オペレーションの追加支出の見直し
    - ▶ 調達、設備などゼロベースの見直し
- **組織構造の最適化**
  - 階層の最適化
  - 責任の明確化、単純化
- **トップダウンによる仕事の仕方の見直し**
  - 組織の動き方、仕事の仕方を理解し、時間の使われ方、人材や組織のエネルギーがどのように影響を受けているかを明確にする－ ミーティング、プレゼンテーション、メール、意思決定プロセスなど仕事の仕方を見直し
  - オーナーシップマインドセットを取り戻すための建設的な介入
- **人材の最適化**
  - ミッションクリティカルな役割、変化を支える人たちを明確化し、インセンティブを与え、オーナーとして関与させる

換えれば、3G キャピタルがその気になれば日本企業のほとんどは簡単に買収されてしまうのだ。

3G キャピタルが関与した非買収企業の収益改善度合いは凄まじい。ハインツの利益率は 1 年間で 8% 改善した（図 2）。また ABI も買収を繰り返すごとに収益性を改善している。投資ファンドのイメージ通り、激しくリストラやコストカットを行っているように受け取れるが、もう少し詳細に活動を追っていくと違った光景が見え

長期的な施策

- **予算や仕事のやり方のゼロベースの見直し**
  - 2～3年かけてゼロベース予算システムを見直す
  - コストとそのドライバーを明確化し、経年でゼロベースで見直す
  - 間接部門コストを単価と量に分けて明確化
  - 設備投資のゼロベースの見直し
  - 仕事のやり方をゼロベースで見直し
- **結果にこだわる風土と規律の徹底**
  - マトリックス組織で責任を負うべき人を明確にし、結果に報いるインセンティブ、パフォーマンスマネジメントのシステムを導入
  - 組織全体の仕事のやり方に「チャレンジ」する
  - ミッションクリティカルな役割を担う人に、正しい「行動原則」を植え付ける

注：「ゼロベース」とは、物事を最初からやりなおすこと。ゼロの状態から検討しなおすことを指す　出所：ベイン・アンド・カンパニー

てくる（図3）。

短期的には、まず無駄なコストを徹底的に削減することから着手する。販管費は10％削減を目標にし、特に調達や投資の領域には聖域なく手を入れる。まさにハゲタカ的な投資ファンドのイメージそのままだ。しかし、彼らの組織・人員についての手の付け方を見ていると様相が異なってくる。まずは、組織の階層をとにかく減らす。そして、単純化して責任を明確にする。ファンドは買収後すぐ

に買収会社の役員・部長クラスの人々と面談を行うが、その面談で自分の、あるいは自分の部署の役割と責任が明確に説明できない場合は、その時点で自分のポジションや担当する部がなくなるとの冗談も聞こえるほどだ。

次に、社内の仕事の仕方についてトップダウンで見直しをかける。まずはリーダーたちがどのように意思決定を行っているかを精査する。会議ばかりが多くて意思決定が遅くないか。会議のための膨大な資料準備に従業員の時間が使われていないか。リーダーたちが効率的、効果的、かつスピード感を持って物事を決めるようにならない限り、従業員の負荷は軽くならない。トップダウンでの見直しを重視するのももっともだ。そのうえで、企業価値を向上させるために不可欠な「ミッションクリティカルな仕事」を明らかにすると同時に、変革を推進するリーダーを組織内外から発掘し、これらの仕事に任命し、達成に向けた高いインセンティブを与えるのである。

これまで述べてきたことは、まさにガバナンス改革に不可欠な作業である。会社の変革を我が事と捉えられる、まさに「創業魂」を持つ人を中心にガバナンスしていこうとしているのである。3Gキャピタルの例は、これらの作業を投資ファンドが株主として半ば強制的に行っているところが興味深い。逆にいえば、硬直化したガバナンスは、株主のパワーで激しく変えない限り変えられないのかもしれない。

よく考えれば、投資ファンド自体も投資家から資金を預かり、そのリターンをあげるために「我が事」として活動する組織である。投資先に同じようなメンタリティを求めるのも当然であろう。従前

のアクティビストのように企業活動に口先で注文をつけるだけではなく、自らのアプローチやツールを携えて投資先に対してマインドの変革を求めるところが新たな潮流なのだろうか。いずれにせよ、日本企業にとっては自らの「創業魂」を呼び覚まし、その精神を企業運営の根幹になるガバナンス運営に注入していく必要があるのだ。

【著者】
火浦 俊彦
ベイン・アンド・カンパニーの東京オフィスの会長兼パートナーで、M&Aプラクティスのリーダー

石川 順也
ベイン・アンド・カンパニーの東京オフィスのパートナーで、組織プラクティスのリーダー

本件に関するご質問、経営課題に関するご相談は、
以下までお問合せください。

ベイン・アンド・カンパニー・ジャパン
マーケティング／広報：西

電話：03-4563-1103　FAX：03-4563-1200
メールアドレス：marketing.tokyo@bain.com
http://www.bain.co.jp

【ベイン・アンド・カンパニー について】

世界36か国56拠点のネットワーク、約7,000名を擁する世界有数の戦略コンサルティングファーム。クライアントとの共同プロジェクトを通じた結果主義へのこだわりをコンサルティングの信条としており、結果主義の実現のために、高度なプロフェッショナリズムを追求するのみならず、きわめて緊密なグローバルチームワーク・カルチャーを特徴としている。

ベイン・アンド・カンパニー・ジャパン

〒107-6208 東京都港区赤坂 9-7-1

ミッドタウン・タワー 8 階

Tel：03-4563-1100（代表）

Fax：03-4563-1200

© 2017 Bain & Company Japan, Inc. All Rights Reserved.