

わが国のコーポレート・ガバナンス： これまでとこれから

中空 麻奈

(BNPパリバ証券グローバルマーケット統括本部副会長)

2015年に制定された日本版コーポレート・ガバナンス・コード（以下CGコード）。以降10年が経過した。もとはと言えば2012年12月の第二次安倍政権の発足とともに、日本経済を再生させる経済政策として、日本再興戦略が打ち立てられたのが2013年6月。この際、CGコードは日本企業が“競争力強化のために攻めの会社経営”に転じ、それを実践するステップという文脈で使用されている。それがきっかけとなり、会社法が改正され、2014年2月の社外取締役の導入や受託者責任原則を明記した日本版スチュワードシップ・コード（以下SCコード）に繋がったものである。また伊藤レポート1.0では、高齢化と人口減少という日本の最大の構造問題に対峙して行くためには、日本企業が『稼ぐ力』を高め、持続的な価値創造を実現していく“インベストメント・チェーン”の変革に焦点を当てた。

こうした流れがなかりせば、日本の株価が上昇基調を続け、2024年にバブル期を超して史上最高値に達することはなかっただろうし、日本経済そのものが金利のある世界に戻ってなかったかも知れない。企業の『稼ぐ力』強化こそが恒常的な賃金上昇を確実にするものであり、CGはそのために必要不可欠であったからである。その意味では、CGコードはしっかりと根付いてきたと言えよう。しかし、その反面、10年を経てもわが国のCGには、ただ流行りに乗っただけの、どこか空々しい部分が残っていることも認めざるを得ない。こうした状況をどう踏ま

え、わが国のCGはどう発展していくべきなのだろうか。本特集では5つの論考を通じて、こうした問いに回答するべく、真向から取り組んでいる。

青論文では、これまでの東証のCGコードの取組につき、それがいかに日本企業に対する資本コストや株価を意識した経営推進に寄与したのか、プロセスを含めて丁寧に概説した他、プライム市場における独立社外取締役の選任状況や指名・報酬委員会の設置状況などで達成度を示し、ここまでの厳然たる効果を確認した。さらに、今後は投資者の視点を加え、企業と投資者の目線を合わせることで進化させることに意識を向け、新たな課題（親子上場におけるグループ経営や少数株主保護の在り方）解決へと力をこめる。

車谷・稲葉論文では、東証が推進したCGコードが相応に整理されつつあることとその効果を認識しつつも多くの問題点を鋭く突く。独立社外取締役の有効活用を通じて、企業経営における監督と執行の分離を目指したはずが、現状の社外取締役では規律の効いた監督機能としての「第一の柱」も、企業価値の引き上げとしての「第二の柱」もうまく働かせていないと手厳しい。また、投資家のリサーチ体制も貧弱でエンゲージになっていないと指摘し、空回りしないCGのためのコードを日本的に見直すなど工夫せよと主張する。

こうしたCGコードおよびその実装化としての社外取締役に関する批判的視点をより具体的

な事例として示したのが円谷論文である。昨今話題であったフジ・メディア・ホールディングスが浮き彫りにした様々な違和感について指摘し、ガバナンスの課題を論じている。社外取締役比率と企業業績、女性取締役比率とROEに関する相関関係を客観的に読み解き最適解を見出す必要があることや政策保有株式と社外取締役の相関による規律低下リスクを端的に示した。

投資家の視点を企業開示に生かすことは青論文が、投資家サイドのリサーチの質を充実させる必要があることは車谷・稲葉論文が指摘済みだが、当の投資家の視点としてこの問題を総括したのが井口論文である。投資家の観点でもこれまでのCGコードの流れに重要な意義があったことを述べた上で、独立社外取締役の質を向上させるための方策として英国の事例を紹介している他、実効性を高めることが重要であると結論している。さらに、有価証券報告書の株主総会前開示について株主総会の後倒しを提案するなど一石投じた。

CGコード、SCコードについてポジティブな面と残された課題が様々論じられたが、最後に金融行政の観点で今後の展望を整理したのが小澤論文である。上場企業のガバナンスの主な担い手がコードの出来る前とできた後では、たとえば外国人の同保有比率が1989年4%から2015年に32%になっていることを見れば意義があったことは明らか。こうした客観的データを示した上で、今後6つの問題と進捗について整理している。SC活動の実質化、取締役会等の実効性向上、収益性と成長性を意識した経営、情報開示の充実及びグローバル投資家との対話促進、市場環境上の課題の解決、サステナビリティを意識した経営がそれ。道半ばの観点や問題点を刻々と見直しながら、清々と進捗させていくことが重要であるとしている。

5本の論文が指摘するように、わが国のCGコードの歴史は短い。にも関わらず、言葉は急

速に普及し、それを適用する企業数も、たとえば独立社外取締役の3分の1以上を選任している企業（プライム市場）は2024年で98.1%に達したなど急速に増えた。一気に広まった事実には、我々は誇りをもっていい。しかし、それがゆえ、あまりにも形式的になっている面も否定できない。

「仏造って魂入れず」という言葉がある。仏像を作っておきながら、魂を入れていないので、肝心な点が抜けてしまっていることを示すよく知られた諺だ。日本のCGコードに思いを馳せる時、形はかなり精巧に作ったが、本当の意味での魂がまだ入っていないのかもしれない、という気がしてくる。独立社外取締役の本当の意義と役割は何か、女性取締役が必要なのはなぜか。それぞれの意義と効果について、企業の経営者は腹落ちさせて、問題解決に臨んでいるか、規律を効かせるものになっているか、改めて問うことが大事である。しかも、企業が収益を上げるためにより効率的に動くためのコード設計になっているのかは、時とともに変化しうることを踏まえ、不断に見直し続ける必要もある。その意味では、今回詳らになった点を進捗させていくことも大事だ。投資家を含めたステークホルダーが必要とする開示は何で、それを企業はどのような形でいつまでに行えばいいのかに主眼を置いて、改めて開示情報のロードマップを考え直すきっかけにもすべきである。そうした柔軟な捉え方で考えれば、先にあげた有価証券報告書の株主総会前開示についても打開策が出て来るはずであろう。

わが国のCGが次の10年間でどう発展していくかは、日本企業の『稼ぐ力』にも直結するとともに、日本の経済や構造問題への解決策にも結びつくものである。これまでの道を客観的に評価して問題点も指摘した本特集を踏まえ、日本版CGコードを見直しつつ、次の10年間に大きく発展することを期待したい。