

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 北川 哲雄

コーポレートガバナンス改革は今世紀初めからわが国で識者から叫ばれていたが、2014～15年にかけて相次いで発表されたダブルコード（スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コード）が大きな契機になって、ようやく一気に進んできた。ダブルコードはその後2回改訂され、ますます精緻化・エスカレートしてきている。

コードで書かれていることに本質的意義を見いだせず消極的に対応してきた企業にとっては、真綿で首を絞められるような状況となってきたのではないかと。そういった中、早くも3回目の改訂をどうするかという議論が始まっている。

一方で、企業価値を長期的に高めるための礎として前向きにコードに対応してきた企業の場合、経営者は自信を持って経営改革に進む状況が生まれつつあるようだ。むしろコードに記載されていることは「少し遅れた経営の指南書」と言い放つ余裕すらある。この差は大きい。

筆者（解題者 北川）は、そういった優れた企業の経営者に面談する機会が時折あるが、サステナビリティ課題も含めあらゆる質問に対しよどみなくかつ率直に語る経営者が多くなった。しかも、そういった経営者が退くとき、相談役などの役職にとどまり取締役会に残留するというのを良し

としない人も多く出てきている。どうされるのかな、と思っていると、しばらくして他社の社外取締役として活躍されているケースが結構ある。社外取締役として受け入れる企業は、先見の明があると評すべきであろう。また、こういった優れた経営者の企業の社外取締役には、もともと優秀な人が多い。さぞかし取締役会の議論は白熱化しているであろうと想像できる。これをもって改めて人事の見事さが重要だということが分かる。

一方で、機関投資家側はどうであろうか。既知の責任投資部門主要スタッフのエンゲージメント能力は、ここ数年飛躍的に高まっているように思える。一言で言えば、先進的な機関投資家のエンゲージメントには「リアルさ」を追求する姿勢がある。社外取締役の数、会社が示すスキルマトリックスの華麗さには、実はあまり関心がない。あくまでもこの取締役会は本当に機能しているかを冷静に把握しようとする。立派な体裁の統合報告書で書かれている華やかなCEOメッセージも、全ページを通してみると整合性がなかったり、「意匠」のみが華やかで薄っぺらな内容があると、一刀両断に切り捨てる。筆者が運用機関に勤務していた十数年前とは雲泥の差がある。アクティブ運用の世界では容赦なく保有企業をEXITできたし、パッシブ運用ではそもそも取締役会の活性化には

関心がなかったのではないか。

そして今、資本市場において、一言で言えば情報の非対称性を許さない厳しい世界が始まっているように思える。かつて、情報の非対称性を埋めるのがアナリストの職能であり、情報開示制度はそれを埋めるために整えられてきた、というのは確かに今日でも揺らいでいない。しかし、アナリストの質が開示の質・量の向上とともにさらに飛躍的に上がっている。

一方で、有価証券報告書、決算短信、決算補足資料、決算説明会、個別訪問ミーティング、工場見学会、投資家向け年次説明会、投資家向けテーマ別説明会、アニュアルレポート、コーポレートガバナンス報告書等々、企業は時代の要請に伴い開示内容・開示項目・開示頻度を拡大してきた。

賢明なる投資家にとって企業を精緻に深く勉強するツールは誠に豊富であり、投資対象企業に関する質的情報の開示も今日、加速度的に高まってきている。卓近な例であるが、筆者が大学の教員になった時（2005年）の不安は開示資料をどのように入手しようかということであったが、その時すでに企業のウェブサイトは相当充実していたし、大学で契約し導入していた情報サービスベンダーの活用も可能であった。それから17年、今、アナリストもポートフォリオ・マネジャーも態勢さえ整えば自宅でリモートワークがかなり可能な仕事になりつつある。

将棋の藤井聡太九段はAI時代の申し子といわれている。単なる将棋好きの素人である筆者でも、そのすごさには、ほれぼれする。今日の機関投資家のファンドマネジャーやアナリストの分析能力の高さに驚くことがあるが、彼らの世界にも新しい地殻変動が生まれてきているように思える。

時折、米国の大手投資家（多くは大手アクティビスト）のレポートが公開されているが、こうい

う言い方は失礼かもしれないが、大学院での授業における教材となるような誠にも優れた分析を行っているケースも多い。

優れた投資家は、企業の課題（どのような企業にも時間軸を将来にわたり長くとれば課題は存在する）を的確に把握し、論戦を挑んでくる。アクティブ運用中心の時代は、対話（dialogue）で済んでいた。対話した結果、EXITする選択肢もある。しかし、パッシブ運用が勃興する時代にあっては、対話だけでは済まない。エンゲージメント（engagement）が必要となる。この場合のエンゲージメントとは、積極的関与を行い投資家の考え方の実行を促すという意味である。そのためには激しい論争（discussion）も厭わないという姿勢が、これからとりわけ必要となろう。そして、直接論争に挑むのがアクティビストということになろうか。「取締役会3.0」とは、企業が論争に立ち向かえる体制を整えていることを意味している。

これからの企業には、サステナビリティとイノベーションの両方が必要だという識者が多い。「三方良し」という企業理念の重要性も唱えられている。全く異論はないが、「売上－原価・費用＝分配可能利益」という恒等式を忘れてはいけない。すなわち「売上」が獲得できてこそ分配可能利益が生まれるということである。そして「売上」は、社会的価値のある活動を行っているからこそ獲得できることを再認識しなければならない。

さて前置きが長くなってしまったが、本号の特集は「取締役会の活性化と社外取締役の役割」である。コーポレートガバナンスの議論の焦点は、2回のコードの改訂を経て取締役会の活性化の問題に絞られてきたと思われる。そこに焦点を当てた。構成は、座談会と2本の論文である。

最初の「座談会 社外取締役とは何か―企業価値創造プロセスへの関与―」においては、3名の社外取締役と機関投資家側から1名、計4名の方に集まっていた。社外取締役のうち、1名は取締役会議長を現役で務められている。2名はアナリスト経験者であり、現在、主に社外取締役として活躍されている。

23ページという長いものになったが、読者には咀嚼しながら読み進むうちに濃密な議論が行われていることを感じられるであろう。

司会を務めた筆者の感想を以下に示しておこう。

第一に、**藤田氏**には、取締役会議長のあり方、矜持を示していただいたように思う。筆者は、わが国において今足りないものはプロフェッショナルな取締役会議長あるいはリード・インディペンデント・ディレクター（筆頭社外取締役）の存在であると思っていた。藤田氏のお話を聞いていると、誠に得心がいく思いであった。議長として必要な心構え、胆力があることの必要性を示していただいたように思う。このような方がもっともわが国には必要であろう。もちろん、育成プログラムがあって短兵急に社会に根づくわけではない。冒頭申し上げたように、有能な経営者がCEOやCFOを退いたのちに他社でこのような形で活躍するというのが早道ではないか。

第二に、**引頭氏**と**山本氏**には、アナリスト出身者ならではの鋭い識見を披露してもらった。社外取締役として適度な距離感（arm's length）を持ちながら、アナリスト時代から培った分析力やコミュニケーション能力がいかに発揮されているという印象を持った。資本市場関係者の関心や広範なステークホルダーからの期待も十全に理解した上で、取締役会において活動されていることが発言からうかがえた。そして、お二人とも現役

のアナリスト時代と同じく、情熱を持ち、毎回の取締役会においてかなり予習を行い臨んでおられることが推察できた。話はやや飛躍するかもしれないが、お二人の話を聞いていると、取締役会構成員のスキルマトリックスの一つにアナリスト経験者があってしかるべきではないかという印象を持った。

第三に、**堀井氏**には、大手機関投資家においてスチュワードシップ推進部を含め運用部門全体を統括する立場から、現在活発に行われている企業側に対するエンゲージメント、議決権行使に対する考え方を率直に語っていただいた。「私はよく社内で、企業から会いたいと思われるような投資家、人材であるべきだと話している」「日本型スチュワードシップ・コードの原則7（中略）は、まさにそのことを指していると思う」と発言していることが誠に印象深い。失礼ながら数年前までには誠に頼りない機関投資家も多かったが、この数年で状況はすっかり変わったと感じた。

続く**高山論文「独立社外取締役の機能強化とそれを支える仕組み」**では、今回のコーポレートガバナンス・コード改訂（2024年予定）において主要な論点の一つになると予想される課題に踏み込んでいる。社外取締役がその役割・責務を強く認識し、さらに取締役会への貢献を高めるためには、様々な周到に考えられた仕組みが必要である。

近年、社外取締役自体の個人評価、サクセッションプランも重要な課題として考えられてきているが、欧米の企業の場合、社外取締役が大半を占める取締役会でかつ社外取締役が議長を務めたり、もしくは筆頭社外取締役が存在することが当たり前になっている場合、緻密なシステムは出来上がっていると推察される。しかし、わが国においては、一部の先進的企業を除きこの点に関して

はあまりに関心であることを危惧している。

近年、勃興している外部の取締役会評価会社にとっては、喫緊の課題となりつつあると推測できる。しかし、企業の開示資料をみてみると、取締役会評価において外部評価であれ内部自己評価であれ、論議されている気配さえみえないケースが多い。機関投資家は、この問題に関するエンゲージメントを行う時期かもしれない。

最後の富永論文「ガバナンスの一翼を担う取締役会事務局の重要性と機能強化」は、取締役会の活性化に当たり、従来ほとんど論議されなかった事務局の問題に焦点を当てている。

英国のコーポレートガバナンス・コードにおいては、周知のようにカンパニー・セクレタリーの役割が明記されている。取締役会議長（英国では当然社外取締役が任に当たっている）の指示のもと、取締役会内部・委員会内部において、また経営陣と非業務執行取締役との間で情報がスムーズに流れるようにすること、また社外取締役の就任の際のガイダンスを行うことも含まれている。さらには、取締役会議長を通じて、ガバナンス問題

に関して助言を行う責務を有することになっている。

このカンパニー・セクレタリーをわが国における取締役会事務局という組織に当てはめてみると、企業ごとに差異があり、かつ英国においてはカンパニー・セクレタリーを会社の機関として位置づけていることに留意する必要がある。すなわち日本では、会社法の改正が必要であることになる。

しかし、取締役会・各委員会の年間のスケジュールや議題項目を議長のリーダーシップのもと、的確に決めていくためには、取締役会事務局の効率性・質の高さは大変重要な課題であることが指摘される。早急に取締役会事務局は、組織として整備され機能発揮される必要がある。

以上、本号の特集の概要を紹介した。読者諸氏は様々な感想を抱かれると思う。ただ一つ確かなのは、ガバナンス改革は改めて根源的問題を考え抜き対処する必要があるということである。次回コーポレートガバナンス・コードの改訂に期待したい。