

特集

コーポレートガバナンス・コード

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員長 大崎 貞和 CMA

本号の特集テーマは、2015年6月から東京証券取引所をはじめとする金融商品取引所の上場会社への適用が開始されたコーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という）である。

CGコードは、上場会社が持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するために踏まえるべきコーポレートガバナンス（企業統治）の原則を明らかにしたものである。14年2月に策定され、機関投資家に対して投資先企業との積極的な対話（エンゲージメント）を促すスチュワードシップ・コード（以下「SSコード」という）と車の両輪を成すものとされる。二つのコードが相まって、日本企業のコーポレートガバナンスの改善が図られるものと期待されているのである。

日本の株式市場は、13年以降、日本銀行の異次元金融緩和政策によってそれまでの大幅な円高傾向が修正されたことやデフレ経済からの脱却、政府の経済成長戦略への期待などを背景に明るさを取り戻している。しかし、90年代初めのバブル崩壊以降、それまでの20年以上にわたって長期低迷が続いたことも事実である。

この長期的な株価低迷の要因の一つとして指摘されたのが、日本企業のROE（株主資本収益率）の低さである。その背景には、株式持ち合いなどで形成された安定株主の存在に、いわばあぐらを

かいたまま、株主利益を重視せず、株主への利益還元にも消極的な日本企業の経営姿勢があるとの見方があった。そして、そうした経営姿勢を支えてきたのが、社内昇格者で固められた取締役会に象徴される日本企業のコーポレートガバナンス構造だという見方がなされているのである。

SSコードとCGコードという二つのコードの導入は、上のような問題意識に立脚しながら、日本企業のガバナンスのあり方と経営姿勢を変え、企業の「稼ぐ力」を高めることで日本経済の中長期的な成長を実現するという狙いから、政府の経済成長戦略の目玉として推進されることになったものである。

本号の特集では、二本の論文と座談会を配し、CGコードの意義や今後の課題を多面的に明らかにしようとした。

油布論文「コーポレートガバナンス・コードの概要」は、CGコードおよびそれに先立つSSコードの原案を取りまとめた有識者会議の事務局を務めた金融庁幹部が執筆したものであり、いわば立案担当者の手によるCGコードの解説である。

ここでは、CGコード策定の経緯や意義が紹介されるとともに、CGコードの特徴であるプリンシプルベース・アプローチ（原則主義）とコンプ

ライ・オア・エクスプレイン（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法の意義と実際の対応に当たっての留意点が、丁寧に説明されている。

油布論文が、CGコードの実定的な規範の内容を紹介することよりも、むしろCGコードの狙いである「攻めのガバナンス」の実現という考え方やプリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインの手法を丁寧に説明することに力点を置くのは、こうしたCGコードの趣旨・精神について関係者の十分な理解が得られなければ、CGコードの規範を形式的に順守しようとするうわべだけの対応を招き、所期の効果が発揮されない恐れがあるからだろう。プリンシプルベース・アプローチもコンプライ・オア・エクスプレインの手法も、多くの上場会社にとってはなじみの薄いものであり、今後の対応が注目される。

小口論文「コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題—中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任—」は、実務家として機関投資家と投資先企業との対話を推進し、SSコードやCGコードの原案を取りまとめた有識者会議のメンバーでもあった筆者の手によるものである。

小口論文は、日本におけるこれまでのコーポレートガバナンスをめぐる議論を振り返り、日本企業の多くが「守りのガバナンス」の観点にとらわれていたことでグローバル機関投資家の期待に応えるようなガバナンス改革が遅れてきたとする。その上で、CGコードの策定によって、本来「守りのガバナンス」と表裏一体である「攻めのガバナンス」の強化がようやく図られることになったと評価する。

CGコードの内容については、序文冒頭に掲げ

られた「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」というガバナンスの定義が、各原則への対応に際して立ち返るべき原点だと指摘し、その意義を解説する。また、CGコードがSSコードと車の両輪を成し、それら二つのコードを支えるものとして「伊藤レポート」が存在し、それらが「ガバナンス革命の3本の矢」を構成すると述べる。

そして、今後、上場会社は、①CGコードの実施に拙速は避けつつも相当なスピード感で取り組む、②エンゲージメントを通じた株主価値の向上を実現する、③日本経済全体の発展に寄与するという三つの課題に挑戦していくこととなる、と論じる。

座談会「コーポレートガバナンス・コードを機能させるために」は、本解題の筆者が司会を務め、異なる立場にある4人の識者に議論していただいた内容の記録である。

4人の出席者は、株式運用に携わる機関投資家のファンドマネジャーである小澤氏、上場会社のインベスターリレーションズ（IR）活動を支援する佐藤氏、CGコードの原案を取りまとめた有識者会議において幹事を務め、産業政策の観点からCGコードの導入を推進した中原氏、証券会社のアナリストとしてコーポレートガバナンスに関する調査・研究に携わる西山氏である。

座談会においては、本解題の筆者から、五つの論点を提示して、各出席者の見解をうかがった。

第一の論点は、CGコードが策定者の期待通りに企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上をもたらすものとして機能するのか、またどのように機能させるためには何が必要かといった総論的な問題である。

特集

第二の論点は、第一の論点と重なる面もあるが、CGコードがこれまでのガバナンス改革が前提としてきたような「守りのガバナンス」への寄与というよりも「稼ぐ力」を高めるという「攻めのガバナンス」の効果を発揮することを期待されている点について、そうした効果が期待できるのか、またそうした効果を発揮させるためには何が必要かといった問題である。

第三の論点は、CGコードが主として欧米諸国で採用されているモニタリング・ボードとしての取締役会を暗黙の前提としながら組み立てられていることを踏まえ、業務執行に深く関わる人が多い日本企業の取締役会のあり方がコードの実践にどう影響するのかといった問題である。

第四の論点は、SSコードの策定に当たって、英国にはみられない「機関投資家は、企業との対話ができる実力を備えるべき」という原則（SSコード原則7）が挿入されたことにも表れているように、日本企業が、機関投資家との対話の効果について少なからぬ懸念を抱いているという状況を踏まえ、機関投資家の役割を高めるためには何が必要かといった問題である。

第五の論点は、SSコードとCGコードという二つのコードが、機関投資家中心の市場として機能してきた英国をモデルとしつつ、企業価値向上の実現に向けて機関投資家の果たすべき役割を強調していることが、英国とは異なり個人投資家による個別銘柄投資が活発な日本市場での実践に当たってどのような影響を及ぼすのかといった問題である。

以上五つの論点について、各出席者の見解をうかがった後、改めてそれぞれに言い足りなかった点の補足や感想などを述べてもらうという形で座談会は進行した。4人の出席者の立場の違いも反映して、各論点について多様な意見が出されたが、決して議論がかみ合わないというようなことはなかった。他の出席者の発言に触発されて議論が深まるという場面もみられ、個別論文だけでは難しい立体的な掘り下げが実現したのではないかと自負している。

座談会の議論が、そのように建設的・生産的なものとなったのは、CGコードが企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上という所期の狙いを達成することを強く願っているという点においては、立場の違いを超えた幅広いコンセンサスが存在しているからではなかろうか。

何を隠そう、本解題の筆者は、上場会社のあり方や市場構造などの面で母国とも言うべき英国とは大きく異なる日本の市場におけるCGコードの実践が円滑に進むかどうかについては少なからぬ懸念を抱いており、そのことは座談会における司会者としての発言にもにじみ出ているのではないと思う。しかし、そのような、いわばCGコードにもろ手を挙げて賛成とは言えない懐疑派である筆者でも、CGコードが策定された以上は、企業価値の向上に資するものとして機能してほしいと強く願っているという点では決して人後に落ちない。

今回の特集が、CGコードに対する読者の理解を深める一助となれば幸いである。