

コーポレートガバナンスの実効性を 高めるために

木村 祐基

一、進展する取締役会改革と 向上しない収益性

二〇一四年に日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）が、翌二〇一五年にコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）が策定され、前者には国内のほとんどの運用機関が署名し、後者は国内の証券取引所上場企業に適用されることによって、日本の機関投資家と上場企業を取り巻く景色はずいぶん変わった。

東京証券取引所（以下、東証）上場企業で見ると、CGコードの全八三原則（基本原則五、原則三一、補充原則四七）のほとんどが一〇〇%や九九%というコンプライア率になっている。また、プライム市場上場会社では、独立社外取締役を三分の一以上選任している会社が九二%にのぼる⁽¹⁾。

二〇〇二年の商法改正で委員会等設置会社が導入されるなど、日本でもコーポレートガバナンスの議論が盛んになり始めたころ、トヨタ自動車の取締役が六〇人近くもあり（もちろん社外取締役はいない）、多くの国内有力企業が社外取締役の

導入に強く異議を唱えていた時代を知るものとして、まことに今昔の感に堪えない。

このように外形的なコーポレートガバナンス体制の変革が進んできたにもかかわらず、CGコードの目的とされた「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」については、なかなか成果が見られないのが現状である。ROEについては、二〇〇七年から企業年金連合会が議決権行使基準にROE基準（三年連続ROEが八%を下回った場合、再任取締役の選任に反対）を採用して議論となったが、二〇一四年の伊藤レポートで「中長期的なROE向上を経営の中核目標に」し、「最低ラインとして八%を上回るROEを達成すること」に各企業はコミットすべきである」と提言され、日本企業の間でも認識が急速に広まった。生命保険協会のアンケート調査³⁾では、中期経営計画の指標としてROEを採用している会社は五七%にの

ぼっている。しかし、日本企業平均のROEの水準は、伊藤レポート執筆時の五%程度から八%程度に改善されたにすぎない。約半数の会社は残念ながら八%を下回っているという状況である。二〇一八年のCGコード改訂で「企業は自社の資本コストを的確に把握した上で、…事業ポートフォリオの見直しや…」(原則五―二)など、資本コストという言葉が取り入れられて話題になったが、依然として日本では、資本コスト・資本効率の認識が乏しいように感じられる。

二、東証がPBR改善策の開示を要請

日本企業の収益性がなかなか改善しない状況を踏まえて、東証ではこのほど、「継続的にPBRが一倍を割れている会社には、改善に向けた方針

や具体的な取り組み、その進捗状況などを開示することを強く要請」することを表明した。

継続的にPBRが一倍を割れている状況は「資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていない」と整理されている。⁽⁴⁾

PBRはROE×PERで示され、PBRはROEが高ければ高くなるという関係がある。今回の東証の措置は企業にROEの改善策を促すことと同義である。東証には、PBRの意味するところを正しく全上場企業に理解してもらえるような啓蒙活動をぜひお願いしたい。上場企業には、PBRの意味を正しく理解してその改善策を検討していただくことを強く期待したい。

三、コーポレートガバナンス 報告書の開示拡充に期待

現在、CGコードの実施状況についてはコーポレートガバナンス報告書で開示されることになっている。コンプライしていない原則についてはその理由を記載することになっているが、コンプライしている原則については、東証が定めた一四の原則についてのみ記載すればよい。しかし、それでは、記載されていない原則については、実際のところどのように「コンプライ」しているのか、投資家にはわからない。

少数ながら、全ての原則について個別に実施状況を説明している会社もある。また、自社のガバナンスの方針や取組みを自社のストーリーとして説明し、それぞれの事項についてCGコードの対

応する原則を示している会社もある。コンプライアしている原則のすべてについてその具体的な実施状況を説明・開示することを期待したい。

資本効率に関連するCGコードの中の原則で見ると、原則一―三「上場会社は、…資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。」、原則五―二「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、…経営資源の配分等に関し…説明を行うべきである。」などの原則がある。しかし、これらが開示の対象になっていないので、企業も資本政策や資本コスト、事業ポートフォリオを深く検討するインセンティブが乏しくなっているのではないか。

特に、原則一―三「資本政策の基本的な方針について、我が国では「資本政策」という言葉では、負債や株式による資金調達のことのみがイメージされ、「内部留保」と「配当・自社株買戻し」も資本政策であることや、資本コストへの配慮が忘れられがちであることを考慮し、補充原則などにおいて、会社全体の資本効率性の確認、負債と株主資本の資本コストを考慮した最適な資本構成の検討、適切な内部留保の規模と配当や自社株取得等の株主還元政策とのバランス、それらの中長期にわたる目標などについての記載を追加して、企業の資本政策の指針とすることが考えられる。その上で、原則一―三を開示対象に加えることで、企業の資本政策や資本コスト、資本効率性に関する認識も高まることを期待したい。

四、大量保有報告と 重要提案行為の見直し

一方、投資家のエンゲージメントにあたってS
Sコード制定の時から懸念として指摘されてきた
のが、大量保有報告に関連する「重要提案行為」
の規定であった。すなわち、金融商品取引法で
は、5%以上の株式を保有したものは金融庁に大
量保有報告書を提出しなければならず、その後
1%以上変動することに変更報告書を提出しなけ
ればならない（一般報告）が、日常の営業活動に
おいて継続的に株式の売買を行っている運用会社
等は月二回の基準日ごとに提出するだけでよい
（特例報告）という規定である。しかし、運用会
社が「重要提案行為」を行った場合にはこの特例
が認められなくなる。保有株式数の計算では、同

じ資本グループなどのグループ企業の保有分も合
算して計算されるため、大手金融グループの一員
であることが多い国内の大手運用機関は、5%を
超える保有銘柄も多く、この集計作業が大きな負
担になっている。資金の出入りに応じて頻繁に保
有株式数が変動するため、もし特例報告が認めら
れないと事務負担がパンクしてしまう。そのた
め、「重要提案行為」を行わないように注意を払
わざるを得ない。

この重要提案行為に該当する事項には、投資家
が一般に企業との対話の中で議論したいことが多
く含まれている。例えば、重要な財産の処分また
は譲受け（↓政策保有株の売却や余剰資金の削減
提案は該当しそう）、役員の新規の重要な変更
（↓社外取締役を増員してはどうかという提案は
該当しそう）、事業の全部または一部の譲渡、譲
受け（↓事業再編の提言は該当しそう）、配当に

関する方針の重要な変更（↓増配提案などは該当しそう）、資本政策に関する重要な変更（↓自社株買いやD/E比率の見直しなどの提案は該当しそう）等々である。このため、株式保有の大きい大手運用会社ほど、突っ込んだ提案や議論がしにくいという状況が生まれている。

さらにこの規定は、協働エンゲージメントにおいては、協働で重要提案を行ったと見なされると、協働したすべての運用機関の保有株が合算されて保有比率を計算しなければならないが、それは事実上不可能なので、さらに大きな制約になっている。

この問題について、本年三月二日、金融審議会に対して見直しの検討が諮問され、ようやく議論が始まった。どのような見直しが行われるのかはこれからの議論を待たなければならないが、経営権の取得を目的としない機関投資家が、通常の対

話の場において企業の収益性改善を求めて一般に議論するような事項については「重要提案」には該当しないという指針が示されることを期待したい。

五、終わりに

以上、CGコードの規定に沿って、コードの実効性向上への施策について、近時の動向とさまざまな提案を述べてきた。日本市場のコーポレートガバナンスに関しては、政策保有株式の縮減、買収防衛策のあり方、親子上場への批判、経営者の選解任に係る不透明な事例など、投資家から見た課題はまだ多い。これらのテーマについては、なぜ投資家が批判するのか、その理由を理解できないという経営者も少なくないのではないだろうか。やはり、企業と投資家の対話、エンゲージメ

コーポレートガバナンスの実効性を高めるために

ントを通じて地道に相互の共通認識を深めていく
ほかはないであろう。その際に、CGコードは共
通認識の基礎となるものであり、市場と経営の実
情に即したブラッシュアップが続けられることを
期待したい。

(注)

- (1) 以上のデータは、二〇二二年七月一四日時点。東京証券
取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」
(二〇二二年八月三日)
- (2) 「持続的成長への競争力とインセンティブ」企業と投資家
の望ましい関係構築」プロジェクト(伊藤レポート)最
終報告書(二〇一四年八月)
- (3) 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関する
アンケート集計結果」(二〇二一年度版)
- (4) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォーロ
ーアップ会議の論点整理」、同「論点整理を踏まえた今後の東
証の対応」(二〇二三年一月三〇日)

(きむら ゆうぎ・一般社団法人スチュワードシップ研究会代表理事)
一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム代表理事)